

Los nuevos centros de contratación y la competencia entre los mercados

Gumersindo Ruiz*

1. Introducción

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (Market in Financial Instrument Directive, MiFID) introduce obligaciones importantes para las entidades que operan en los mercados de capitales, proporcionando servicios financieros a los inversores. En esta nota destacaremos otro aspecto que ha recibido menos atención como es la repercusión de la MiFID sobre los centros de contratación, poniendo énfasis en la competencia. Así, la cuestión fundamental que desde la perspectiva de los centros de contratación se plantea con las MiFID es que el principio de concentración de órdenes al mercado regulado, las bolsas actuales, desaparece y se crean centros de negociación que compiten entre sí. Estos centros y sus agentes son los siguientes:

- Los mercados regulados (MR), operados por sociedades gestoras de esos mercados.
- Los sistemas multilaterales de negociación (SMN), operados por empresas de servicios de inversión (ESI) o por sociedades gestoras de mercado.
- Los internalizadores sistemáticos (IS), o ESI_s, que pueden negociar órdenes contra su propia cartera sin pasar por un MR o SMN.

En este contexto los IS deben recibir una orden del cliente y su consentimiento para operar de esta forma, fuera de un MR.

Según se trate de acciones u otros activos, líquidos o no, tendrá o no que publicar el IS cotizaciones en firme para vo-

lúmenes de negociación medios de mercado, aunque puede ofrecer precios especiales a clientes profesionales.

La negociación ha de ser absolutamente transparente, informando sobre tiempo, volumen y precio. Se pueden establecer algunas limitaciones como el tipo de clientes que se admite para que conozca las cotizaciones o el número de operaciones por cliente.

2. Cambios en los mercados

La repercusión para los distintos mercados es que se pasa de una situación de oligopolio a otra de competencia. Así pues las bolsas experimentarán una fuerte competencia y se abrirán hacia otros tipos de operaciones. Internamente las entidades financieras pueden actuar como una plataforma, y de la unión de varias entidades puede surgir una plataforma "alternativa" a las bolsas actuales; la cuestión que se plantea es si no llegará a convertirse en otro monopolio si unas pocas plataformas aglutinan un porcentaje muy elevado de operaciones. Una segunda cuestión es la ampliación a otras operaciones como los derivados. Los derivados sobre acciones representan uno de los negocios de crecimiento más fuerte de las bolsas, que han contribuido a su fortalecimiento, pero ahora pueden sufrir aquí una fuerte competencia. Por otro lado, las bolsas entrarían en negocios como el de las operaciones OTC (*over the counter* u operaciones a medida entre dos partes) y darían servicios para que la mayor parte de esta actividad se concentrara en ellas.

Un tercer aspecto es el de la información. Lo más probable es que en la nueva situación el mercado pierda la transparencia que le da la concentración en un centro

* Catedrático de Política Económica. Universidad de Málaga.

único. La información se dispersará y la informatización más el desarrollo de comunicaciones tienen que dar una respuesta, ofreciendo posibilidades de conocimiento inmediato y de selección automática de la mejor opción disponible, tal como indica la MiFID, para que no se de la paradoja de que la competencia tenga como consecuencia menos transparencia.

Una de las paradojas no resueltas cuando se escribe esta nota es si la MiFID va a referirse en esta cuestión sólo a la renta variable y derivados, o también serán de aplicación para las transacciones de los productos de renta fija. La cuestión es importante, ya que la renta fija es un mercado menos transparente que el de renta variable.

Antes, aunque se realizaban operaciones entre entidades, tenían que quedar reflejadas en la Central de Anotaciones. Ahora, internamente se puede dar liquidez sin ese requisito, sujeta siempre la operación al principio de mejor ejecución (si es que llega a regularse así).

En suma, la competencia que introduce la nueva situación al romperse la concentración y permitirse la internalización, puede tener un resultado efectivo de mejoras para el cliente (que es el principio de la competencia), pero hay que tener en cuenta que se necesitan medios de información para comprobar que las transacciones responden a la "mejor ejecución posible". No podemos extendernos sobre el mercado de renta fija, pero sí mencionar que surge como un mercado muy concentrado donde se negociaba principalmente deuda pública y hoy los bonos procedentes de estructuras de deuda no se negocian fundamentalmente en mercados organizados, sino que son operaciones OTC.

El mercado de los CDO ("collateralized debt obligations"), CDS ("credit derivative swaps"), CLO ("collateralized loan obligations"), al contrario que los anteriores, ha nacido salvaje y se quiere domesticar. Quizás la tendencia sea a que se creen plataformas y actúen unos pocos *brokers* de referencia a los que el regulador-supervisor pueda seguir y con ello satisfacer sus necesidades de control.

En esta línea de entrar en nuevos mercados, Eurex (bolsa europea de opciones y futuros) lanzó en abril 2007 un contrato de derivado de crédito negociado en bolsa, en un negocio dominado por operaciones privadas OTC. No vamos a entrar aquí en los problemas de seguimiento del índice de derivados de crédito iTraxx que se negocia en los mercados OTC y las dificultades que se han presentado para la disponibilidad efectiva de los títulos en casos de impagos; sí hay que mencionar que este posicionamiento de operaciones en bolsa frente a un mercado que era hasta ahora sólo privado, plantea al menos dos cuestiones.

Una, la liquidez y transparencia que Eurex puede añadir al mercado, sobre todo para contratos pequeños, evitando el riesgo de contraparte que siempre existe en los OTC, operando de forma anónima y estandarizada. La otra, la posible interferencia de esta nueva operatoria bursátil con el sistema de subasta, que se ha desarrollado para fijar mediante un pago en metálico la compensación en caso de impago del subyacente del derivado, evitando así la entrega material del título.

Así pues, si el negocio de futuros OTC supera al tradicional en una proporción 70 a 30, con un volumen que más que se triplica en seis años, no es extraño que las bolsas busquen este negocio.

La negociación en un mercado OTC tiene las ventajas de la bilateralidad, como es la privacidad de la transacción, y los inconvenientes de un riesgo de contraparte. Esta situación se hace más preocupante cuando hay en el mercado muchas y nuevas partes que negocian (como los "hedge funds"), lo que obliga a los creadores de mercado a disponer de reservas para el caso de incumplimientos en transacciones. Esto no ocurre si las operaciones se hacen a través de las bolsas, ya que tienen vínculos estables con centrales de contrapartida o *clearing houses*.

En suma, el servicio de "clearing" es muy valorado porque evita tener que protegerse contra la contraparte y se reducen los riesgos de crédito y los costes asociados, lo que señala una ventaja para algunos participantes en el nuevo juego y nos confirma en la idea que intentamos desarrollar, que las bolsas van a estar sujetas a competencia, pero también van a abrirse a las nuevas oportunidades que se les ofrecen.

3. Competencia: nuevos actores

Los efectos de las normas MiFID en los centros de contratación europeos no pueden compararse a los de una regulación que imponga unos determinados cumplimientos. En otros ámbitos, como el de la formación para el asesoramiento o la organización del negocio en beneficio del inversor, sí hay un marco normativo y debe probarse que las prácticas se ajustan al mismo. En este, lo más importante es que MiFID rompe con el monopolio de los mercados de valores; es la forma de iniciar un movimiento hacia un mercado único en servicios financieros, afectando a todos los que intervienen en el mismo, a los bancos de inversión, *brokers*, bolsas y proveedores de servicios, y aunque previsiblemente sus efectos serán positivos, presenta una incertidumbre sobre la respuesta de los agentes antes mencionados y cuál será el resultado final en un mercado tan sujeto a cambios.

En el ámbito de la Comisión Europea, en el que la competencia se considera una herramienta para favorecer el crecimiento económico y reducir precios, este caso serviría tanto para los inversores como, mediante una reducción del coste del capital, para las empresas. Pasamos, pues, de una orientación que podríamos llamar de "cumplimiento" a otra de "competición" en la que se exigen unos requisitos de cumplimiento. Las bolsas competirán con sociedades que no son de bolsa y con bancos, éstos competirán también entre ellos, y ofrecerán además un amplio abanico de servicios incluyendo los de liquidación y pago que hasta ahora no se consideraban muy atractivos.

La consolidación de bolsas y mercados es un proceso que no sólo afecta a las acciones y los futuros, sino a los bonos y derivados. Por ejemplo, la fusión entre el New York Stock Exchange (NYSE) y Euronext, el operador europeo, tiene la implicación de que afecta a otros activos distintos de las acciones a través de Euronext's Liffe, el mercado de derivados.

Los mercados de futuros experimentan un fuerte crecimiento al poder operar electrónicamente sobre posiciones muy variadas, no ya sólo sobre productos como el petróleo, gas, café o cacao, sino sobre las divisas o la meteorología. Ante el intento de compra del Chicago Board of Trade (CBOT) por parte del Chicago Mercantile Exchange (CME), en competencia con el Intercontinental Exchange (ICE), aparecen dos cuestiones a considerar: una, que el precio de estas sociedades sube (la ratio precio/rendimiento sobrepasa en este caso el valor de 40); y otra, que a los consumidores o clientes les intranquiliza la posibilidad de que el mercado sea controlado prácticamente por un grupo. Como consecuencia el regulador tiene que considerar la operación en términos de si es un obstáculo a la competencia en el futuro.

Si bien es beneficioso para los accionistas de las propias bolsas, de la apertura de un proceso de competencia puede resultar, cuando los actores son pocos, un oligopolio, y las presuntas ventajas para los inversores últimos no son tan evidentes.

Entre las cuestiones que surgen de esta competencia se plantea una progresiva concentración de las bolsas, reforzándose la tendencia que siguió a su privatización. Además, los papeles de los actores en el mercado cambiarán, de forma que los bancos parecen dispuestos a realizar algunas de las actividades de las bolsas; estas, ofrecerán servicios particularizados frente a los más generales del mercado organizado y la descentralización en la ejecución de órdenes puede evolucionar en un sentido contrario al de la concentración a que nos referimos. Tanto el London Stock Exchange (LSE) como Euronext han anunciado ya

que facilitarán un instrumento a los bancos para que puedan compensar sus operaciones "internalizadas" a través de la bolsa. El LSE ofrecerá el servicio a un coste muy bajo (un detalle como que se considerarán volúmenes mensuales a efectos de disfrutar del tramo más bajo de la tarifa, es indicativo de la competencia que vamos a ver). Por su parte, Euronext ofrece la posibilidad de que las órdenes "internalizadas" enviadas por un banco se compensen con otras de ese mismo banco sin necesidad de guardar turno en el orden de compensación.

En Reino Unido el favorable tratamiento fiscal que tienen los miembros de London Stock Exchange (LSE) se va a extender a los "Recognised Investment Exchanges" (RIE) con lo que se trata de favorecer a los nuevos participantes.

Otra idea que puede añadirse a este complejo panorama que se abre es que las fusiones no son la única forma de llevar a cabo la unión de mercados.

La tecnología de comunicaciones, la amplitud de alcance con la que se negocian los productos y acuerdos de cooperación hacen posible esta unión o internacionalización. Por ejemplo, la "Commodity Futures Trading Commission" (CFTC) norteamericana mediante la fórmula de "no action letter" permite a bolsas extranjeras ofrecer productos en Estados Unidos a través del sistema de negociación electrónica sin someterse a la regulación de la CFTC. La creciente disponibilidad de productos que son aptos para transacciones en distintos países, y el desarrollo de la red de comunicaciones, favorecen la integración efectiva de los mercados.

El alcance del fenómeno que estamos viviendo tiene la restricción de que algunos gobiernos (en Asia y Australia, por ejemplo) ven las bolsas como empresas estratégicas y limitan la participación que puede tomarse de las sociedades que las gestionan.

Como síntesis de los movimientos que tienen lugar en el mercado, las tendencias que se acelerarán son:

- Transacciones que incluyen activos OTC.
- Transacciones automáticas basadas en algoritmos.
- Desintermediación, de manera que no haya personas físicas en la negociación.

Y el proceso a controlar sigue esta secuencia:

- Orden dada ("placed").
- Dirigida hacia su ejecución al mejor mercado oficial, interno, o alternativo ("routed").

- La orden se ejecuta, o no (“transacted”).
- Se liquida, se entrega el título (“cleared”).
- Se paga (“settled”).

Dentro de este proceso de liberalización y competencia, aparece la propuesta del Banco Central Europeo (BCE) de crear una plataforma común en el área del euro para liquidar operaciones de acciones y bonos.

La idea es controvertida, ya que el BCE tiene como misión principal el control de la inflación y no promover la integración financiera. Sin embargo, en este caso, el Banco argumenta que se trata de mejorar el funcionamiento del mercado y corregir lo que considera un fallo del mismo, ya que el coste de la liquidación de operaciones entre países es excesivo.

Si comparamos el área del euro con Estados Unidos, el coste de operar en una economía nacional y en Estados Unidos es similar (algo superior en el área del euro tanto en mínimos, máximos y promedios, pero inferior a los 5 por operación). Este coste puede multiplicarse por nueve en operaciones entre países, cosa que no ocurre en Estados Unidos donde hay un liquidador único.

El BCE tiene ya un sistema o plataforma de pagos llamada Target 2 para las operaciones del banco y para grandes pagos entre bancos del sistema del euro. T2S es el nombre que recibe el posible nuevo sistema de liquidación de acciones; las operaciones de “trading” y custodia seguirían siendo privadas.

Consideramos que es un paso más en el abaratamiento de los costes de efectuar transacciones en el mercado de acciones y el BCE, en relación con la competencia que surge de MiFID, recibe apoyos de aquellos participantes en el mercado que menos ganan con todo este proceso.

4. Gestión de la información

En este apartado vamos a considerar las alternativas que se presentan a las bolsas actuales y el nuevo papel que tiene la gestión de la información.

El *Proyecto Turquoise*, que aparece en noviembre de 2006, está impulsado por un grupo de bancos que tratan de ofrecer una alternativa a los mercados de bolsa existentes, con precios supuestamente más bajos. El *Proyecto Boat*, en febrero de 2007, también formado por un grupo de bancos, tiene como objetivo la gestión de da-

tos e información (que es uno de los requisitos de MiFID en cuanto a control de la adecuada ejecución de las operaciones para la transparencia tanto “pre” como “post” operación). Estas iniciativas se habían considerado al principio como “amenazas vacías” para conseguir rebajas en las tarifas de comisiones, pero los hechos posteriores muestran que se están seleccionando expertos, como una filial de la “Depositary Trust and Clearing Corporation”, (DTCC) para los servicios “post-trade”, lo que se interpreta como un intento efectivo de entrar en competencia con las bolsas.

El proceso conocido como “Multilateral Trading Facility” (MTF) es un mercado electrónico al margen de la bolsa, que como decimos abre la vía a posibles figuras alternativas.

A su vez, proyectos como los mencionados tienen que contratar los desarrollos y gestión de los sistemas, ya que una buena parte de los ingresos vendrá de la gestión de la información que se genera en el mercado. A los tradicionales Reuters y Bloomberg, se han añadido Tradeweb, Swapswire y Thompson Financial, por el momento, así como otros más especializados como Markit, que se dedica a gestionar datos en el mercado de derivados de crédito. Hasta ahora las bolsas tenían un monopolio de información sobre operaciones en el mercado, pero esta información es muy valiosa para los que operan en el mercado para realizar proyecciones, y puede ser objeto de explotación y venta.

En suma, se verán alianzas para innovación y desarrollo tecnológico que no sólo darán respuesta a las exigencias de información planteadas, sino abrirán nuevas perspectivas. Por ejemplo, operaciones planteadas fuera del mercado con activos de menor liquidez, ofreciendo costes bajos y, al mismo tiempo, obteniendo información para una base de datos que tiene valor de mercado.

Actualmente se está ofreciendo ya tecnología para:

Compradores. Conexión a bases de datos; análisis pre-durante y post negociación; y herramientas para cumplimiento.

Vendedores. Conexión a mercados; *trading* mediante algoritmos; control de riesgo de clientes; y estaciones de trabajo deslocalizadas.

Trading propio. Automatización de *trading*; conexión a mercado con low latency; y control del riesgo en tiempo real.

Cumplimiento MiFID. Internalización; desintermediación, red de títulos cotizados; y herramientas para best execution.

La consecuencia más inmediata de MiFID será impulsar la automatización de la industria; de esta forma, un servicio integral tendrá que comprender lo siguiente:

- Una plataforma para encontrar el mejor precio.
- Un sistema de *matching* de órdenes.
- Un servicio de *clearing* sin riesgos.

Está claro que las bolsas necesitan realizar una gran inversión en tecnología para afrontar bien estos nuevos retos, reducir costes y eliminar obstáculos, y facilitar el cumplimiento de la normativa.

Los requisitos para un operador son, en este nuevo panorama, los siguientes:

- Estar conectado globalmente a mercados y bases de datos.
- Ser rápido (“low latency”).
- Estar aceptado por instituciones de prestigio y por un amplio número de participantes en el mercado.
- Que permita libertad de elección respecto a los sistemas de los participantes en cuanto a la forma de enviar los mensajes, sus bases de datos y plataformas tecnológicas.
- Que permita el cumplimiento de los requisitos MiFID.

5. El proceso y los reguladores

Las bolsas han pasado de tener una estructura mutual semipública a ser sociedades cotizadas con objetivos de obtener beneficios para sus accionistas. Esto les ha permitido operar con una orientación puramente empresarial, abriendo la vía a fusiones y concentraciones. No obstante, los gobiernos nacionales consideran las bolsas como sociedades estratégicas, lo que dificulta los intentos de crear mercados transnacionales. Hay restricciones, en muchos países, al control de estas sociedades limitando la compra de paquetes accionariales a un porcentaje determinado, así como introduciendo exigencias de notificación y controles sobre los accionistas. Por otra parte, el euro y las normas comunes europeas han facilitado enormemente los procesos de integración.

Particularmente relevante son las funciones de regulación y supervisión sobre bolsas que se fusionan como ocurrió entre el NYSE y Euronext. En este caso se llega a un acuerdo sobre las regulaciones norteamericana y europea; queda claro que la copropiedad o vinculación de mercados no hace que la regulación de un país sea aplicable en otro y sigue primando el principio de regulación local de mercados.

Los movimientos de concertación y fusión de las bolsas llevan a plantear una cierta convergencia de criterios y procedimientos entre los reguladores. La información que reciben estos últimos debería ser igual tras los procesos de que hablamos. También puede crearse incertidumbre acerca de las responsabilidades de los reguladores respectivos en caso de fusión de bolsas de distintos países.

La MiFID obliga a los bancos a informar a los reguladores de una forma muy completa para poder comprobar que cumplen con los requisitos de la directiva; esto es cada vez más una exigencia para productos de renta fija y estructurados. Si los requisitos se generalizan se plantearán dos cuestiones. Una, qué tipo de productos de los que se comercializan en los 27 estados miembros están incluidos. El CER (“Committee of European Securities Regulators”) debería sacar una lista de esos productos, ya que el tema sobrepasa las fronteras nacionales al poder efectuarse transacciones sobre bolsas y operadores instalados en países diferentes al del cliente que efectúa la transacción. La otra cuestión es que algunos bancos tienen sus “trading desk” en Londres, con los que el regulador inglés —la “Financial Services Authority” (FSA)— debería controlar operaciones sujetas a MiFID, aunque no pertenezca al sistema.

Pese a la limitación de espacio no podemos concluir esta nota sin referirnos a “Bolsa y Mercados Españoles” y su posición en este panorama. Recogiendo los planteamientos de sus administradores y directivos, podemos decir que se sintetiza en estos cuatro puntos. Una relación muy buena entre la liquidez que proporciona en las transacciones, el coste que carga y la tecnología de que dispone. Una posición competitiva en cuanto a proporcionar la información necesaria para cumplir con la ejecución óptima de las órdenes de clientes. Se enfrenta, desde luego, a la posible competencia de las entidades y sistemas que apuntábamos al principio, como consecuencia de MiFID. Y, por último, también tendrá que saber aprovechar las oportunidades que se abren y que hemos descrito en este trabajo: gestión de la información, sistemas de acceso a mercados y servicios a clientes.