

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar

Marzo 18 de 2019

Bolsas de Valores: ¿bienes públicos o plataformas privadas?

En medio de las quejas globales por la alta concentración de la propiedad y del ingreso, las bolsas de valores han estado en el ojo del huracán durante la última década. Recordemos que en los años noventa se dio un vuelco en materia de propiedad a favor de abandonar el esquema de que sus plataformas transaccionales constituían un bien público sin ánimo de lucro. Hasta entonces el Estado regulaba fuertemente dichas plataformas para asegurar que sus costos transaccionales eran razonables y se mantenían reglas operacionales de relativa transparencia.

En el caso particular de Estados Unidos, por ejemplo, el NYSE se listó como firma con ánimo de lucro en 2006 y la SEC procedió a instituir el Sistema de Mercado Nacional. En esta regulación se destaca el principio de “Regla No. 611” que obliga a proteger al consumidor financiero a través de divulgar las transacciones en las pantallas que más benefician al tenedor del título (mejor precio). A primera vista, la conclusión sería que abundan los participantes en la oferta de plataformas con ánimo de lucro y que las economías de escala-alcance de ese mercado han beneficiado a todo el mundo, pues los costos transaccionales se han reducido significativamente.

No obstante, existen numerosos vericuetos transaccionales que están poniendo en duda el supuesto éxito de “la privatización” de las plataformas transaccionales y, a nivel de la SEC, se están anali-

zando quejas provenientes de los comisionistas por exceso de costo en afiliaciones cuasi-obligatorias a cerca de las 13 plataformas públicas. En adición, cada uno de ellos incurre en costos de afiliación, según sus preferencias, a las 44 plataformas privadas (conocidas como “dark-pools”, que representan cerca del 36% del mercado). La práctica de mercado ha sido que, en función de una supuesta competencia en ofertas transaccionales, los comisionistas deben afiliarse a todas las plataformas públicas y asumir sus costos.

Como si fuera poco, ha aparecido una revuelta reciente liderada por Bank of America y Morgan Stanley sobre los elevados costos de “oferta de precios”. Esto podría traducirse en la creación de la plataforma pública número 14 (postulada como MEMX), la cual incrementaría aún más los costos de afiliación y sin tenerse claridad sobre sus beneficios (ver *Bloomberg*, “Wall Street’s Biggest Traders are Building their own Exchange”, febrero 12 de 2019).

Como resultado de esta “amenaza”, el valor de las acciones referidas a las plataformas del NYSE-ICE y del NASDAQ han caído fuertemente, tras haber perdido una importante porción del mercado de acciones (reduciéndose del 72% hacia solo el 24% durante la última década), ver *The Economist*, “Crashing the Party”, enero 12 de 2019. Sin embargo, estas plataformas han generado grandes sumas de dinero en los mercados alternativos de

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar

“clearing” y de derivados, a pesar de que la SEC ha revivido su poder regulatorio al entrar a poner techos a los cobros operacionales, dada la posición dominante de estos gigantes (ver gráfico adjunto).

Este es un capítulo más de los llamados “flash-boys”, tratando de sacar ventaja tecnológica. El mercado ha tenido diversos intentos de nivelar la cancha a través del marco regulatorio de la SEC y de “las buenas prácticas”. Pero aún así, el conocido intento de Brad Katsuyama de limitar el efecto de la súper-conectividad tan solo le ha dado una participación de mercado del 3% (ver Lewis, 2015, “Los niños relámpago”, http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_175_0.pdf).

La solución de volver a las plataformas transaccionales como un bien público luce impensable; será más bien el músculo regulatorio de la SEC y las propias respuestas del mercado (como esta del MEMX) las que deberían lograr otro equilibrio algo más estable entre esa gran profundidad del mercado de valores de Estados Unidos y la oportunidad que ofrece de continuar reduciendo los costos transaccionales, tanto para las casas comisionistas como para los tenedores de títulos. Esta combinación de buen marco regulatorio con la innova-

ción tecnológica proveniente, por ejemplo, de los fondos pasivos (tipo ETFs) es la que ha permitido bajar los cobros al consumidor de niveles del 1% respecto de los activos bajo administración hacia solo el 0.3%-0.5% durante la última década.

La Comisión del Mercado de Capitales que trabaja actualmente sobre la situación de Colombia haría bien en estudiar estos temas a fondo, pues a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos aquí la problemática es de baja profundidad del mercado y serias dificultades para lograr una masa crítica que genere volumen y así alcanzar las economías de escala-alcance (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asobolsa0917.pdf>). En vez de las 13 plataformas públicas y las 14 privadas de Estados Unidos, en Colombia se requiere una que disponga de volumen adecuado para amortizar sus elevados costos (parte de lo cual se está logrando con la absorción BVC-Deceval), esquema que ahora debe aplicarse a las Cámaras de Contraparte y al sistema transaccional de la Deuda Pública SEN-MEC. Las experiencias recientes de España, Chile y Canadá ilustran que es posible organizar bien y con costo-eficiente hasta el sistema transaccional de Deuda Pública bajo la operación de una única plataforma transaccional de carácter privado.

Modelos de Estructura del Mercado de Valores											
	Horizontal Estados Unidos			Híbrido Europa					Vertical Latam		
									Brasil	México	Colombia
Negociación	NASDAQ OMX	Chi-X BATS	NYSE-ICE	NASDAQ OMX	LSE	DB	SIX	CBOE Europa	B3	BMV	BVC
Compensación				LCH. Clearnet	Eurex	X-Clear	Euro CCP		B3	CCV	CRCC
Liquidación		DTCC OCC			Euroclear	Clearstream			B3	INDEVAL	BVC CRCC

Fuente: elaboración Anif con base en Bain.