

EL MERCADO MOSTRADOR (OTC) Y LA INFRAESTRUCTURA TRANSACCIONAL

La evolución de los sistemas de información y procesamiento electrónico de las transacciones financieras ha transformado los mercados de valores a nivel global. Esto ha requerido grandes avances tecnológicos y regulatorios. En el caso de Colombia se han dado ambas condiciones. Primero, se ha generado toda una “arquitectura y plomería” transaccional, abaratando los costos de dichas operaciones. Segundo, se ha avanzado de forma significativa en el marco regulatorio, especialmente desde la expedición de la Ley 964 de 2005. Sus decretos reglamentarios han venido a ofrecer seguridad jurídica y mayor presencia de nuevas tecnologías transaccionales. Luce entonces apropiado pasar revista a la situación del mercado de capitales a la luz de estos avances tecnológicos y regulatorios recientes.

Uno de los avances más interesantes corresponde al desarrollo del mercado mostrador (conocido como el *Over the Counter* – OTC). Éste se refiere a todas las transacciones realizadas por fuera de las bolsas de valores. Lo primero que cabe aclarar es que en las transacciones OTC no existe un agente interpuesto que asuma los riesgos de contraparte, sino que los compradores y vendedores realizan sus negociaciones a través de contratos bilaterales de mutuo, intercambiando directamente sus títulos valores. En segundo lugar, debemos tener en mente que en estos mercados OTC se suelen transar valores que carecen de apropiada estandarización (precisamente porque se trata de productos con mercados “panditos” y/o productos nuevos).

*El mercado mostrador
(conocido como el
Over the Counter-OTC)
se refiere a todas las
transacciones realizadas
por fuera de las bolsas
de valores.*

Consecuentemente con todo lo anterior, estos mercados OTC enfrentan una regulación menos elaborada, unos cobros de corretaje menores, una competencia menos vigorosa en comparación con las bolsas, aunque la contrapartida es que los riesgos de negociación son mayores. El resultado transaccional ha sido, a nivel global, productos con formaciones de precios subóptimas. En ocasiones, los precios se ven alterados por el tipo de contraparte que surge en las transacciones OTC. Finalmente, como no existe un organismo centralizador de las operaciones, los riesgos de fraude siempre estarán latentes.

En esta edición de *Enfoque* examinaremos cómo la provisión de infraestructura

en el mercado de valores, a la luz de la nueva estructura emanada de la Ley 964 de 2005, ha sido fundamental para el avance del mercado OTC en Colombia. Asimismo, analizaremos cómo ha evolucionado este mercado en materia de volúmenes y tipos de transacciones OTC.

Economías de escala y de alcance en el mercado de valores

La provisión de sistemas de negociación electrónicos requiere una inversión significativa en seguridad, transparencia y confiabilidad. Estos gastos no se limitan a la adquisición de programas informáticos o de infraestructura técnica, sino que implican un monitoreo continuo y una preservación especial de la seguridad para mantener la solidez del sistema. Así, la construcción de un nuevo mercado implica incurrir en costos hundidos elevados, que sólo serán recuperables hacia el mediano y largo plazo.

El desarrollo de un sistema electrónico, con frecuencia, implica generar un “monopolio natural”, tal como ocurre con la prestación de la mayoría de los servicios públicos (agua, energía, telecomunicaciones, vías, etc.). Éstos se caracterizan por tener el potencial de enfrentar costos medios decrecientes, pero costos fijos elevados. De allí la importancia de contar con un marco regulatorio apropiado y una supervisión idónea que entienda la naturaleza de estos monopolios naturales y su vocación de largo plazo. Nótese que un estrechamiento de las utilidades en el corto

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

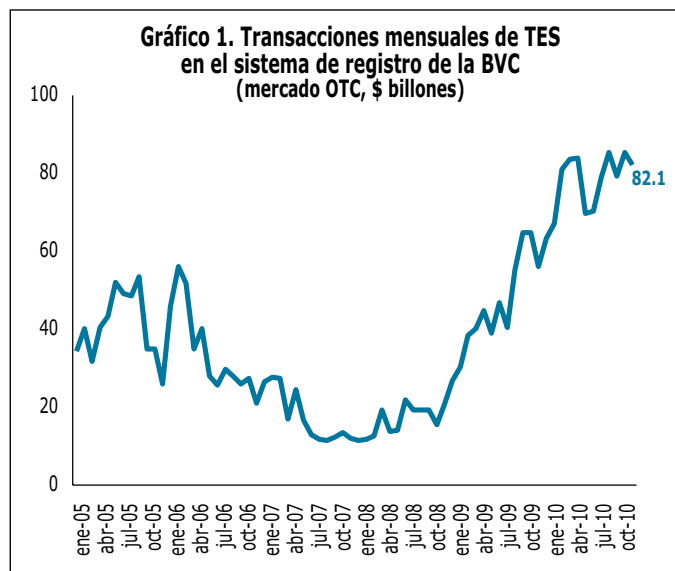


SEPTIEMBRE 6 DE 2011

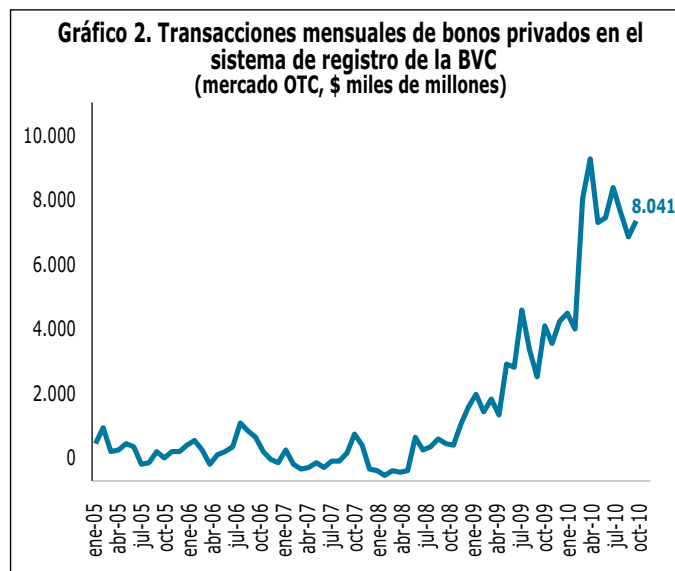
PÁGINA 2

plazo implicará sacrificios de inversión hacia el mediano y largo plazo. De forma similar, sacrificios en ampliación de las redes de estos servicios impedirán explotar las economías de escala-alcance en la prestación de estos servicios. Como ya lo mencionamos, en el caso del OTC, esta expansión de los mercados, además, asegurará una apropiada formación de los precios de los títulos valores: a mayor liquidez, mejor formación de precios.

En Colombia, el Decreto 1456 de 2007 abrió la puerta a la creación del mercado mostrador, determinando los sistemas de compensación y liquidación de operaciones de los respectivos valores. Nótese que las operaciones pueden ocurrir a través de diferentes plataformas. En Colombia ha venido operando la plataforma de la BVC que ha aprovechado la existencia del Mercado Electrónico Colombiano (MEC). Sin embargo, también se ha abierto el espacio para nuevos participantes, especialmente Deceval, iCap, GFI Exchange y Tradition Securities. Así, las operaciones de renta fija privada (bonos corporativos) y pública (TES) que se realizan por fuera del mercado oficial ahora pueden quedar registradas en cualquiera de los distintos sistemas autorizados.



Fuente: BVC.



Fuente: BVC.

Este mercado mueve una importante masa de recursos. Como se observa en el gráfico 1, las negociaciones de TES han experimentado un crecimiento importante desde 2005, alimentadas por la participación de jugadores locales y extranjeros, cerrando diciembre de 2010 en un total de \$82.1 billones (15% del PIB). Entretanto, las transacciones de bonos de deuda privada convenidas por fuera del MEC ascendieron a un total de \$8 billones, un crecimiento exponencial frente a los \$320.000 millones que se negociaban en 2008.

El despegue de este mercado tomó tiempo debido a la falta de claridad en la regulación del período 2007-2008. El Decreto 1802 de 2007 limitó las operaciones preacordadas, con lo que los agentes del mercado prácticamente dejaron de actuar en el OTC. Ello no sólo provocó una abrupta retirada de este mercado, sino que produjo iliquidez en los títulos de renta fija privada. Durante ese difícil período, las emisiones de bonos privados tan sólo crecieron un 11% (de \$5.1 a \$5.7 billones), pero las del sector real cayeron un 13.5%.

Solucionado ese *impasse* regulatorio, este mercado OTC ha tenido una evolución interesante. A diciembre de 2010, se habían transado unos \$8 billones en bonos privados (ver

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 6 DE 2011

PÁGINA 3

gráfico 2), lo cual constituye un incremento de un 68% anual. Buena parte de este incremento se debe a la mayor seguridad jurídica derivada de la delimitación de las operaciones preacordadas y al incremento en el *stock* de bonos corporativos. Este último ascendió al 6.4% del PIB en 2010, gracias al aumento de las emisiones del sector real, totalizando \$13.7 billones en 2009 y \$13.8 billones en 2010.

A pesar de estos avances, todavía existen problemas operativos que deben solucionarse pronto. En primera instancia, si bien la emisión de bonos ha aumentado, la liquidez sigue siendo baja. La bursatilidad por bono aumentó un 14% en 2009, pero cayó un 18.2% en 2010. Ello se traduce en baja liquidez y poca profundidad en diversos títulos. Esto hace que algunos administradores de las plataformas OTC puedan incurrir en elevados costos de mantenimiento, sin lograr alcanzar los puntos de equilibrio operativos esperados.

Otro punto importante es poder consolidar alianzas estratégicas, tanto a nivel local como internacional, pues ellas permitirán alcanzar las economías de escala-alcance, antes señaladas. Un buen ejemplo de direccionamiento adecuado viene dado por la reciente consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), impulsado por las bolsas y depósitos de valores de Colombia, Perú y Chile. A nivel local, en Colombia existe un total de doce plataformas para transar cuatro productos: TES, CDT, derivados y coberturas. Una armonización o unificación de

Otro punto importante es poder consolidar alianzas estratégicas, tanto a nivel local como internacional, pues ellas permitirán alcanzar economías de escala-alcance. Un buen ejemplo de direccionamiento adecuado viene dado por la reciente consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

las plataformas de operación en el país reduciría significativamente los costos y beneficiaría a quienes utilizan el mercado de valores.

Conclusiones

Uno de los avances más interesantes en los mercados de valores ha sido el relacionado con las transacciones vía mostrador (el mercado OTC). Como

vimos, este mercado permite impulsar productos no estandarizados, pero ellos encierran mayores riesgos de contraparte, al no existir un intermediario institucional garantizando esas operaciones.

También relatamos el *impasse* jurídico del período 2007-2008, donde se vieron limitadas las operaciones OTC por cuenta del tema de las operaciones preacordadas. Posteriormente vino un repunte, donde los bonos corporativos han ido en auge, hasta representar un 6.4% del PIB en 2010. Al mercado mostrador existente se ha sumado ahora el impulsado por Deceval, Tradition, iCap y GFI Securities.

Por último, es importante continuar expandiendo las alianzas estratégicas para generar economías de escala y de alcance que permitan abaratar la prestación de servicios. El desarrollo del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) ha sido un buen movimiento en esa dirección. Ciertamente, las innovaciones financieras requieren de la construcción de nuevos sistemas de registro para ejecutar las operaciones y mantener la estabilidad financiera por medio de una juiciosa supervisión. Todos los pasos que se continúen dando para agrupar los servicios de los principales proveedores de infraestructura habrán de redundar en manejos más eficientes del sistema transaccional de valores. Hacia futuro vendrán alianzas con Brasil y México, reeditando así las exitosas uniones de las fusiones recientes de NYSE y Euronext o la de NASDAQ y OMX.