



Documento a consulta sobre dark liquidity. Noviembre 2010.

El informe puesto a consulta pública, preparado por el Standing Committee on Secondary Markets (TCSC2), analiza las características de los dark pools y las dark orders y su regulación actual en las principales jurisdicciones, expone los problemas que el desarrollo de esta actividad puede plantear desde el punto de vista regulatorio y propone 6 principios para abordarlos. El plazo para enviar comentarios termina el 28 de enero de 2011.

¿Qué son los dark pools y las dark orders? No hay una traducción generalmente aceptada al español de estos términos de ahí que se utilicen las expresiones inglesas. A efectos del informe de IOSCO, se considera que los dark pools son cualquier punto de liquidez (es decir, en el que se puede vender valores) al que se puede acceder por medio electrónico y en el que antes de ejecutar una operación, no se hacen públicos sus términos (es decir sin que se tengan que cumplir con requisitos de pre-transparencia). Por dark order se entiende toda orden electrónica que se ejecuta en un mercado transparente, pero que está exenta de cumplir con los requisitos de pre-transparencia (es decir se trata de una orden no transparente ejecutada en un mercado en el que habitualmente se ejecutan órdenes transparentes).

¿Por qué se utiliza el dark trading (dark pools y dark orders)? Los objetivos principales de quienes usan el dark trading son: preservar la confidencialidad; ejecutar las órdenes con el menor impacto posible en el mercado (con el consiguiente ahorro de costes); tratar de evitar la actuación de los programas de negociación automática (high frequency trading); facilitar la ejecución de órdenes de volumen elevado.

¿Por qué está IOSCO analizando este tema? El desarrollo tecnológico ha permitido una gestión más eficiente del dark trading, dando lugar a un importante crecimiento de esta actividad en los últimos años. En este contexto, se ha considerado conveniente analizar los posibles efectos adversos que esta actividad puede ocasionar en el mercado y tratar de encontrar las medidas que pueden tomar los reguladores para evitarlos.

Contenido del informe a consulta:

Como punto de partida del trabajo se hizo una encuesta encaminada a examinar los posibles problemas regulatorios que podían generar los dark pools y las dark orders. Dicha encuesta se remitió tanto a los reguladores, como a los mercados y usuarios de dark liquidity. El informe que ahora se pone a consulta, trata de abordar los aspectos más significativos identificados a través de esta encuesta, intentando, en última instancia, proponer unos principios con los que dar una respuesta, desde el punto de vista de la regulación, a los problemas que se esta actividad puede generar.

Tras la introducción (capítulo 1), se analizan las características de los dark pools y dark orders en las principales jurisdicciones (capítulo 2). A continuación se exponen los marcos regulatorios vigentes en cada una de ellas (capítulo 3). Se llama la atención sobre las diferencias existentes entre las jurisdicciones tanto en el caso de tipos de operativa y como en marcos regulatorios.

En el capítulo 4 se exponen los tres principales problemas o preocupaciones que a nivel regulatorio se

considera que esta actividad puede plantear:

- El impacto en la formación de precios cuando hay un importante número de dark orders o de órdenes dirigidas a los dark pools, de las que puede que no haya ninguna información pública.
- El posible impacto que esta operativa puede tener en la fragmentación tanto de la información como de la liquidez. El creciente número de dark pools puede plantear dificultades a los inversores a la hora de buscar liquidez.
- El impacto en la integridad del mercado causada por la dificultad que encuentran los participantes para acceder a la información y a los propios mercados. En relación a las dificultades de acceso a la información, se llama la atención sobre los problemas que en este sentido pueden crear los IOI al tratarse de información sobre oportunidades de negociación sólo disponible para unos pocos (aquellos destinatarios que el remitente haya seleccionado).

El último capítulo del informe (capítulo 5) presenta el borrador de los principios a través de los que se trata de dar respuesta, desde el punto de vista regulatorio, a las preocupaciones expresadas en el capítulo anterior. El TCSC2 cree que estos principios deben servir de base para la regulación de los mercados (incluidos los dark pools y las dark orders). Se proponen un total de 6 principios cuya implementación en las diferentes jurisdicciones debe hacerse teniendo en cuenta las características propias de cada mercado.

Principios:

1. El precio y volumen de una oferta de compra o venta en firme, en general, debe hacerse público (pre-transparencia). No obstante, cuando los reguladores crean conveniente permitir estructuras de mercado distintas o tipos de órdenes sin pre-transparencia, deben tener en cuenta el impacto que pueden tener en la formación del precio, la fragmentación y la integridad y calidad global del mercado.
2. La información sobre las operaciones ejecutadas, incluidas las realizadas en los dark pools y las dark orders, debe hacerse pública (post-transparencia). Respecto al contenido de esta información, los reguladores deben valorar los efectos positivos y negativos que puede tener identificar el dark venue y/o el hecho de decir que la operación es el resultado de una dark order.
3. En aquellas jurisdicciones en las que el dark trading está permitido, los reguladores deben incentivar el uso de órdenes transparentes. En un determinado mercado, a iguales condiciones de precio, las órdenes transparentes deben tener prioridad sobre las dark orders.
4. Debe haber un régimen de comunicación al regulador y/o medios para este pueda acceder a la información en los puntos donde haya dark trading.
5. Los dark pools y los mercados transparentes que ofrecen la posibilidad de introducir dark orders deben ofrecer a los participantes información suficiente para que puedan comprender cómo se tratan y ejecutan sus órdenes.
6. Los reguladores deben controlar periódicamente el desarrollo en sus jurisdicciones de los dark pools y las dark orders, para tratar de que no perjudique a la eficiencia del proceso de formación de precios en los mercados transparentes y en su caso, tomar las medidas oportunas.

A través del siguiente enlace se puede acceder al documento puesto a consulta:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>