



Consulta pública de IOSCO sobre los cambios tecnológicos y su impacto en la integridad y eficiencia de los mercados. Julio 2011.

IOSCO ha publicado, con fecha 6 de julio de 2011, un documento a consulta sobre las cuestiones regulatorias surgidas a raíz del impacto de los cambios tecnológicos en la integridad y eficiencia de los mercados. Este informe se realiza en respuesta a la solicitud que formuló el G 20, en la cumbre de Seul (noviembre 2010), a IOSCO para que redactara unas recomendaciones (antes de junio 2011) sobre cómo promover la integridad y eficiencia de los mercados y mitigar el riesgo que para el sistema financiero suponen, en particular, los últimos desarrollos tecnológicos.

Los **desarrollos tecnológicos** más destacables, que permiten mercados más competitivos en los que las transacciones se realizan en microsegundos pero que al mismo tiempo **implican nuevos riesgos**, son los siguientes:

a) El *“trading algorítmico”* que ha cambiado el perfil de los participantes (desarrollo de los *“high frequency traders”*); en ocasiones ha contribuido a la transmisión de situaciones de *“shock”* entre mercados interrelacionados y puede causar desórdenes en el mercado (problemas de liquidez) que disminuyan la confianza de los inversores, lo que es especialmente grave en el caso del segmento institucional.

b) La fragmentación del mercado y el uso de *“dark liquidity”*, que permiten la existencia de *“dark pools”* (mercados sin pre transparencia) en los que existen mensajes (*“Indications of Interest”* (IOI)) que expresan una oportunidad de *“trading”* no comunicada al público, y *“dark orders”* (órdenes no pre transparentes) en mercados transparentes. La CE en su consulta sobre la revisión de la MiFID considera que las IOI deben estar sujetas a las obligaciones de pre transparencia.

c) El acceso electrónico directo (*Direct Electronic Access* (DEA)), que consiste en que las firmas ofrezcan a sus clientes el acceso directo -intermediado o no- al mercado; puede dar lugar a riesgo de interrupciones en el mercado y de incumplimientos de la normativa, riesgo de crédito de un intermediario por operaciones de sus clientes, escasa remisión de información del mercado al intermediario, falta de entendimiento por el intermediario del programa de algoritmos utilizados por los clientes, y trato desigual entre clientes.

d) Los servicios de *“co-location”*, que consisten en que los mercados facilitan espacio en sus centros de datos para que los miembros emplacen sus sistemas; ofrecen baja latencia -fundamental en ciertas estrategias negociadoras- pero puede distorsionar el acceso igualitario al mercado y la competitividad entre miembros si unos miembros reciben información sobre órdenes y ejecuciones más rápidamente que otros.

e) El *“tick size”*, que es el tamaño del movimiento mínimo del precio de un instrumento y depende del precio y/o liquidez del instrumento, de forma que si el precio es bajo y la liquidez alta el *“tick size”* será bajo y viceversa. Si el *“tick size”* es bajo puede beneficiar al pequeño inversor al producirse un aumento de la competitividad, un estrechamiento de los *“spreads”* y una disminución de los costes de negociación. Por otro lado, una bajada competitiva del *“tick size”* para atraer volúmenes de negocio desde HFT puede afectar la formación de precios y reducir la profundidad del mercado. Sin embargo, si el *“tick size”* es mayor, las

estrategias de los “traders” sofisticados de introducción/modificación/cancelación de órdenes son menos atractivas respetándose en mayor medida el principio de prioridad.

f) La estructura de las comisiones ha devenido más compleja, condiciona la actuación en los mercados y refleja la competitividad entre mercados; cierto tipo de estructura de comisiones puede producir riesgo de distorsión del proceso de formación de precios o discriminaciones entre miembros.

g) El “*High Frequency Trading*” (HFT), que se caracteriza por el uso de tecnologías sofisticadas que emplean algoritmos, el alto movimiento diario de la cartera, la negociación de un porcentaje pequeño de las órdenes introducidas (las demás son canceladas), el mantenimiento de las posiciones por pocos segundos –incluso fracciones de segundo- y posiciones neutras al final del día (para no tomar riesgos y ahorrar costes). La eficacia del HFT depende de la habilidad de ser más rápido que sus competidores (tomando ventaja de servicios tales como el acceso electrónico directo y el “*co-location*”). Se emplean distintas estrategias: “*quasi market maker*”, arbitraje o direccionales.

Algunos estudios sostienen que esta práctica ha tenido un impacto positivo en el proceso de formación de precios (porque las únicas fuentes que se utilizan son la información pública de los mercados y los datos macroeconómicos), en la liquidez y en la volatilidad intra día. No obstante, pueden suponer un riesgo para la eficiencia por el aumento de la volatilidad sobre todo si no se interpreta correctamente por los inversores el efectivo nivel de liquidez en el mercado. La integridad puede verse perjudicada si el acceso a las infraestructuras tecnológicas (incluyendo “*co-location*”) resulta poco transparente y discriminatorio o si la intención de encontrar liquidez oculta y anticiparse al mercado (a través de órdenes reservadas u órdenes partidas) se realiza a gran escala.

Propuestas de IOSCO sobre posibles acciones futuras: a) en relación con las firmas, establecer algún tipo de tasa o impuesto en el caso de ratios elevados de entradas y cancelaciones; considerar el registro/autorización obligatorio de aquellas firmas que realizan “*trading*” sin ser miembros de los mercados; revisar los posibles conflictos de intereses; revisar los controles de riesgo previos a las transacciones y valorar si el HFT o el “*trading algorítmico*” deberían pasar algún tipo específico de stress-test o control interno; b) en relación con los mercados, considerar mecanismos de control de las transacciones (controles del orden de entrada, interrupciones de mercado o sistemas de limitación de órdenes al alza y a la baja); establecer acuerdos de cancelación entre mercados (si se produce un movimiento extremo y rápido de precio); establecer “*stress testings*”; revisar las obligaciones de los “*market makers*” respecto de la liquidez (prohibición de “*stub-quotes*”); establecer cargos en ratios elevados de órdenes de entrada y cancelaciones e introducir “*tick sizes*” mínimos y tiempo mínimo de prioridad del libro de órdenes; c) en relación con la estructura de los mercados, considerar la prohibición de las “*flash orders*” (de menos de un segundo de duración), evaluar qué puede hacerse para mejorar la supervisión de los mercados (supervisión en pantallas, “*audit trails*”), establecer mayores requisitos de “*reporting*” para órdenes HFT o algorítmicas, y revisar las normas de manipulación de mercados aplicables a las órdenes generadas por ordenador a la vista de las nuevas tendencias del mercado.

Si usted quiere conocer el contenido del documento completo, por favor, haga click en:
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>