

LA EVOLUCIÓN DEL ECOSISTEMA BURSÁTIL EN LOS ÚLTIMOS 25 AÑOS

Ramon Adarraga

Economista y ex Directivo de Bolsas e instituciones bursátiles

Índice

<i>Introducción</i>	2
<i>I. De las Bolsas de Viva Voz a los Mercados Electrónicos</i>	2
<i>II. El Surgimiento de “los Otros” Trading Venues: ECNs, MTFs y Dark Pools</i>	9
<i>III. Nuevos Mercados Financieros: La Revolución de las Criptomonedas (y Más Allá)</i>	16
<i>IV. El Multifacético Fenómeno de la Globalización</i>	20
<i>V. Regulación y Supervisión de Mercados de Valores en un Entorno Globalizado</i>	26
<i>VI. Operaciones Corporativas</i>	35
<i>VII. Paisaje Bursátil Iberoamericano</i>	40
<i>VIII. Consideraciones Finales</i>	46

LA EVOLUCIÓN DEL ECOSISTEMA BURSÁTIL EN LOS ÚLTIMOS 25 AÑOS

Ramon Adarraga

Economista y ex Directivo de Bolsas e instituciones bursátiles

Introducción

Contemplar la evolución de las Bolsas de Valores en los últimos 25 años comporta asomarse a un mundo que ha entrado de lleno en la Era de la Digitalización, en el que el desarrollo de nuevas tecnologías, la inexorable globalización de los mercados, la constante innovación en los productos financieros y en la propia estructura y operatividad de los centros de negociación así como la implantación de regímenes normativos cada vez más estrictos, y no siempre acertados, condicionan a todas y cada una de las entidades intervinientes, desde las propias autoridades gubernamentales hasta el más pequeño de los inversores que utiliza aplicaciones en sus teléfonos móviles para participar en los mercados bursátiles.

Las bolsas iberoamericanas, no obstante sus innegables peculiaridades, no constituyen una excepción a este hecho. Observar su trayectoria sin perder de vista la senda que han ido trazando las principales plazas bursátiles de referencia a nivel global, resulta necesario para comprender la realidad de los mercados financieros de la Región y evaluar su grado de efectividad a la hora de desempeñar su papel crucial de facilitadores de la movilización de capital en aras de permitir a las empresas crecer y a los inversores generar riqueza.

I. De las Bolsas de Viva Voz a los Mercados Electrónicos

Hasta bien entrados los años Ochenta, la inmensa mayoría de los mercados de valores eran esencialmente locales y operaban de forma aislada unos de otros. Las transacciones bursátiles se realizaban físicamente, con *traders* en el parqué de la bolsa negociando mediante señas y órdenes de voz. Es bien sabido que este sistema tradicional tenía muchas limitaciones, entre las que cabe destacar la lentitud de las operaciones y el muy restringido acceso a los mercados, en gran medida reservado a grandes entidades financieras e inversores institucionales. Las barreras para la entrada de nuevos actores eran significativas, y la falta de conectividad entre las bolsas limitaba el flujo de capital a nivel global.

La unidad espacial y temporal de los centros de negociación tan solo hacía necesaria una transparencia “post-contratación” y era suficiente con una difusión pública de los datos en diferido, a través de boletines oficiales de cotización y de medios de comunicación convencionales.

Este *statu quo* se quebró con el advenimiento de los sistemas electrónicos de contratación. A este respecto, ha de reconocérsele un protagonismo singular a la Bolsa de Toronto que, el 18 de noviembre de 1977, puso en marcha su sistema CATS (*Computer Assisted Trading System*) que permitía una completa automatización del proceso de formación de precios.

En los años ochenta, esta plataforma de contratación fue implantada en la Bolsa de París, que la adaptó a su mercado con la denominación CAC (*Cotation Assistée en Continu*) y, poco después, se instaló para dar soporte a la contratación, *inter alia*, en el sistema de interconexión de las bolsas españolas o en la brasileña Bovespa.

Las plataformas electrónicas de contratación incorporaron novedades trascendentales a los mercados bursátiles. Entre ellas, la negociación continua a lo largo de períodos de varias horas, a dife-

rencia de los tradicionales corros, o ruedas, en los que las contrataciones se concentraban en unos pocos minutos. La posibilidad de contratar en remoto, *i.e.*, desde las propias oficinas de los intermediarios a través de líneas punto a punto, marcó también un antes y un después en la operativa de los mercados bursátiles. Y la conjunción de ambos factores hizo indispensable disponer de información en tiempo real con datos pre y post contratación para poder operar en la Bolsa. En otras palabras, ello supuso una verdadera revolución en la transparencia de los mercados. Sin embargo, en tanto que las transacciones se seguían realizando en un único centro de contratación, y habida cuenta de las velocidades de proceso y de transmisión de datos eran las que eran en aquel momento, puede decirse, no sin ciertos *caveats*, que el impacto de las latencias de red, tan esenciales y críticas en nuestros días, era poco o, como mínimo, menos relevante al cierre del pasado siglo.

En todo caso, lo cierto es que las plataformas electrónicas de contratación impulsaron extraordinariamente la transformación de los mercados bursátiles, permitiendo una mayor eficiencia en las operaciones, acelerando los tiempos de ejecución, reduciendo los costes asociados para los intervinientes y revolucionando la accesibilidad a la inversión en Bolsa.

A partir de los sistemas electrónicos de negociación, y gracias a ellos, en los últimos 25 años se ha asistido a la progresiva transición desde los mercados físicos, de viva voz y telefónicos, hacia mercados cada vez más digitalizados.

Hoy en día, la mayor parte de la contratación (“el *trading*”) se realiza electrónicamente en todos los continentes, permitiendo la entrada de un mayor número de inversores, incluidos aquéllos procedentes de regiones remotas que antes no tenían los mercados a su alcance.

Tras la experiencia canadiense, las bolsas continentales europeas fueron las grandes valedoras de este cambio en la infraestructura de los mercados de valores. Pero el movimiento se generalizó en unos pocos años. La Bolsa de Tokio, por ejemplo, eliminó el trading físico en 1999, siendo una de las primeras en Asia en adoptar una plataforma completamente electrónica.

Hasta la Bolsa de Nueva York, que siempre había sido sinónimo de *trading* físico en su icónico parquet, introdujo sistemas electrónicos de contratación en la década de 2000, reduciendo progresivamente la participación humana directa en las transacciones.

La Bolsa de Valores de Londres es otro ejemplo destacado ya que, en un primer momento, no se sumó a la corriente que se imponía en la Europa continental. Sin embargo, en 2007, lanzó su sistema de trading electrónico “*Millennium Exchange*”, que más adelante sería exportado a otros mercados.

Las bolsas de Iberoamérica no han sido ajenas a esta “mega tendencia”. Se ha aludido ya a las bolsas españolas, que incorporaron el CATS a su sistema de interconexión, gestionado por la Sociedad de Bolsas, y que después fue sustituido por una plataforma de elaboración propia, el SIBE, y más tarde por el SMART SIBE, de tecnología -también propia- más avanzada. En Portugal se apostó por el sistema de negociación NSC, desarrollado por la Bolsa de París para reemplazar el CAC.

Al otro lado del Océano, en la América Latina, las bolsas adquirieron o desarrollaron sus diferentes plataformas de contratación. Algunas, como las de Bolivia, Caracas, El Salvador, Montevideo, Quito, República Dominicana o Uruguay dieron el salto implementando la plataforma española SIBE. Otras, como la Bolsa Mexicana de Valores o la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile desarrollaron sistemas propios como el BMV SENTRA Capitales, el Telepregón y sus posteriores evoluciones respectivamente. Algunas, como las Bosas de Argentina, Colombia, Costa Rica, Panamá o Perú incorporaron plataformas de proveedores diversos. La brasileña Bovespa (después BMF/Bovespa y actualmente B3) instaló en 1990 el tan aludido CATS canadiense. Hoy cuenta con el denominado

“*Platform Unified Multi Asset-class (PUMA) electronic trading platform and matching*”, basado en la plataforma de la Bolsa Mercantil de Chicago CME Globex platform.

No siendo el propósito de este artículo inventariar los distintos sistemas que fueron sucesivamente implantándose, renovándose o sustituyéndose en cada Bolsa, ni estudiar la trayectoria de las bolsas de manera individualizada, sí es importante destacar, sin embargo, que en todos los mercados que fueron incorporando plataformas de contratación computerizadas se verificó un incremento significativo en la velocidad de las transacciones, se eliminaron gran parte de las ineficiencias operativas, se produjo un aumento en el volumen de las operaciones y, en mayor o menor medida según las circunstancias de cada mercado, se atraieron intermediarios e inversores globales al permitirles un acceso instantáneo y continuo a los centros de negociación.

En resumen, cabe afirmar que en el siglo XXI la mayoría de las bolsas de valores desarrolladas operan electrónicamente, permitiendo a sus miembros ejecutar órdenes en milisegundos y desde cualquier parte del mundo. En este sentido, el tránsito de las bolsas físicas a entornos digitales no sólo ha modernizado las transacciones, sino que ha acelerado la expansión y accesibilidad del *trading* global.

Además, con la implementación de las plataformas electrónicas, la operativa en los mercados bursátiles se ha visto progresivamente estandarizada. Antes de la digitalización, las transacciones podían ser más peculiares y, por cierto, también más costosas debido a la intervención humana y la falta de interoperabilidad entre sistemas. En cambio, las plataformas digitales han hecho posible una paulatina estandarización de los procedimientos y normas de *trading* en mercados bursátiles de todo el mundo.

- **El Modelo Europeo de Mercado de 1999**

Al hilo de lo anterior, debe mencionarse aquí el Modelo Europeo de Mercado de 1999 como factor coadyuvante en la transformación de los mercados bursátiles a nivel europeo, primero, pero con gran influencia a nivel global, también.

Años antes de la adopción de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que no entraría en vigor hasta finales de 2007, las bolsas más representativas de Europa en aquel momento, Ámsterdam, Bruselas, Fráncfort, Londres, Madrid, Milán, París y Zúrich suscribieron un acuerdo para adoptar un modelo común de mercado europeo, que implicó la armonización de las reglas operativas, mejorando la transparencia y reduciendo significativamente las dificultades de transacción transfronterizas.

El Modelo Europeo de Mercado, firmado en Madrid el 4 de mayo de 1999, se enmarca dentro de un contexto más amplio como es el de la creación del Espacio Económico Europeo y la introducción del Euro como moneda única. Ciertamente, a finales de los años 90, Europa estaba en un proceso de transformación económica y política significativo. La inminencia de la llegada de la divisa común y la necesidad de un mercado único europeo llevaron a las bolsas a pactar el establecimiento de una operativa concertada que facilitase la inversión transnacional en sus respectivos países. La armonización operativa fortaleció la confianza en los mercados financieros europeos, atrayendo inversiones de dentro y fuera del continente.

Desde su adopción, el Modelo Europeo de Mercado contribuyó a la cooperación entre reguladores y supervisores, y se convirtió en un estándar internacional para los centros electrónicos de negociación bursátil que fue tenido en cuenta por muchos otros mercados de occidente, las bolsas más desarrolladas de América Latina entre ellos.

- **Evolución del Ecosistema Bursátil merced a los Sistemas Electrónicos de Negociación**

La evolución de los mercados de valores ha estado marcada por avances tecnológicos significativos, siendo la implantación de sistemas electrónicos de contratación uno de los cambios más transformadores en las últimas décadas. Estos sistemas han afectado tanto a la forma en que se realizan las transacciones (evitándose ineficiencias, errores y retrasos en la ejecución generados por las órdenes transmitidas presencial o telefónicamente y soportadas mediante documentos físicos) como a la estructura general del mercado.

Es incuestionable que este cambio ha beneficiado sustancialmente a emisores, intermediarios e inversores al aumentar la eficiencia, reducir costos y mejorar el acceso al capital. Sin embargo, también plantea nuevos desafíos que deben ser abordados para garantizar un entorno seguro y equitativo para todos los participantes del mercado. A medida que esta tendencia continúa evolucionando, es imperativo seguir adaptándose e innovando para maximizar los beneficios al tiempo que se mitigan los riesgos asociados a esta nueva era digital en las finanzas.

En lo que atañe a las empresas emisoras, la implementación de los sistemas electrónicos de negociación por parte de las Bolsas, les ha brindado un acceso al capital mucho más amplio. Gracias a la mayor visibilidad y accesibilidad proporcionada por las plataformas electrónicas los emisores pueden llegar a una base mucho mayor de inversores.

Por otra parte, la automatización y digitalización de los mercados de valores han reducido significativamente los costos asociados con la emisión y negociación de valores. En particular, se han aminorado las comisiones y los gastos administrativos.

Además, los sistemas electrónicos, al ofrecer información en tiempo real sobre precios y volúmenes negociados, han aumentado la transparencia del mercado generando confianza entre los inversores en relación con las empresas cotizadas.

Los intermediarios financieros también han experimentado cambios significativos. Aunque han visto disminuir su rol tradicional debido a la posibilidad de *trading* prácticamente directo por parte de los inversores, muchos intermediarios han adaptado sus servicios ofreciendo asesoría financiera personalizada o acceso a herramientas avanzadas.

La digitalización de las bolsas ha permitido la aparición en el mercado de nuevos actores, como los *market makers* (creadores de mercado) y de los especialistas automatizados, que aseguran la liquidez constante en los mercados bursátiles y ayudan a reducir las diferencias entre los precios de compra y venta, facilitando transacciones más eficientes.

Especial significación tiene la irrupción en el ecosistema bursátil de los nuevos *brokers online* con comisiones notablemente más bajas, lo que ha intensificado la competencia y ha provocado una disminución general significativa de las tarifas aplicadas por transacción, beneficiando tanto a inversores institucionales como individuales. Las plataformas digitales, además, les han dado la posibilidad de realizar transacciones de menor tamaño, cuestión de especial interés para los más pequeños inversores que antes quedaban fuera de los mercados.

Hoy en día, cualquier persona con acceso a internet puede comenzar a invertir en acciones y otros activos sin apenas barrera de entrada. Esto ha permitido que un número creciente de jóvenes inversores, especialmente de la generación Y (*millennials*) y de la generación Z, participen en los mercados financieros. Según un informe de Charles Schwab, el 15% de los *millennials* en EE.UU. invirtió en acciones en 2020, una cifra que no ha dejado de aumentar.

Un fenómeno notable que se deriva de lo anterior es el llamado “*trading* social”, que permite a los usuarios novatos seguir y replicar las operaciones de *traders* experimentados en las plataformas de los principales *brokers online*. Ello no sólo ayuda a los nuevos inversores a aprender sobre el mercado, sino que también fomenta una comunidad de intercambio de conocimientos y experiencias que puede mejorar la educación financiera de los participantes. De hecho, se pronostica que en 2024 más del 20% de los inversores en Estados Unidos utilizarán estas “plataformas de *trading* social”, lo que demuestra una clara tendencia hacia la colaboración entre inversores y la búsqueda de estrategias compartidas.

Un ejemplo de *broker online* que alcanzó gran impacto mediático es Robinhood, que revolucionó el mercado bursátil al ofrecer *trading* sin comisiones a pequeños inversores. En 2021, Robinhood fue fundamental en el fenómeno de GameStop, donde una avalancha de inversores minoristas organizados a través de foros en línea como Reddit impulsó al alza la cotización de las acciones de esta cadena de tiendas de videojuegos y electrónica de consumo, demostrando el poder que pueden llegar a alcanzar los pequeños inversores gracias a las posibilidades de acción coordinada que les ofrecen estos espacios *online* y provocando el consiguiente debate sobre la responsabilidad de las plataformas de *trading* y la regulación del *trading* minorista.

Estos nuevos *brokers online* también han introducido nuevas operativas, como el “*trading* fraccionado”, que permite a los inversores comprar una fracción de una acción, haciendo que los títulos de alto precio, como es el caso de algunas de las empresas tecnológicas más conocidas, sean accesibles para una mayor cantidad de personas. Esta práctica también ha coadyuvado a la entrada de jóvenes inversores al mercado que, de otro modo, habrían quedado excluidos debido a su falta de capital inicial.

El aumento de la competencia ha servido de acicate para que los intermediarios bursátiles se esfuercen por desarrollar nuevas tecnologías para mejorar su oferta, incluyendo análisis avanzados y plataformas integradas que combinan diferentes servicios financieros y modalidades de *trading* diversas.

Son pocos los intermediarios tradicionales que no ponen ya a disposición de sus clientes plataformas de *trading online* que permiten a los inversores realizar operaciones directamente desde sus ordenadores personales o dispositivos móviles.

En consecuencia, a día de hoy existen múltiples plataformas electrónicas que ofrecen diferentes servicios, desde el mero *trading* directo *online* y *offline* hasta herramientas y contenidos de análisis avanzado, lo que permite a los inversores de toda condición elegir según sus necesidades.

En resumen, la llegada conjunta de los sistemas electrónicos implementados por las bolsas y las plataformas de *trading* implementadas por los bancos, los *brokers* y otras entidades financieras (y, a veces, no financieras) han democratizado el acceso a los mercados, acercándolos a un mayor número de inversores, incluidos los minoristas no profesionales y propiciando el surgimiento de nuevas prácticas de intermediación e inversoras.

Al mismo tiempo, el auge de los sistemas informáticos de contratación y de los *brokers* electrónicos y sus plataformas de *trading online* ha redefinido lo que podría denominarse “la cultura del *trading*”.

Ya se ha mencionado el fenómeno del *trading* social, pero también se está modificando la forma en que se toman las decisiones a nivel individual. Hoy los mercados de valores procesan las órdenes en milisegundos, y eso reduce el tiempo entre la decisión de compra o venta y la ejecución real, aumentando el número y la velocidad de las decisiones.

Paralelamente, la disponibilidad inmediata de información ha fomentado una cultura más analítica entre los *traders* e inversores, quienes ahora confían más en datos cuantitativos que en intuiciones o recomendaciones subjetivas.

Muchos intermediarios e inversores utilizan el llamado “*trading* algorítmico” (*Algorithm Trading* o *Algo Trading*) para ejecutar órdenes basadas en criterios predefinidos, lo que optimiza el proceso y minimiza el impacto emocional en las decisiones de inversión.

Al socaire de la innovación tecnológica, el *trading* algorítmico ha revolucionado la operativa en los mercados bursátiles. Los algoritmos automatizados, permiten a las instituciones financieras y a los inversores realizar miles de transacciones en fracciones de segundo. Estas tecnologías han sido adoptadas, por ejemplo, por grandes bancos de inversión y *hedge funds*, que las utilizan para ejecutar estrategias de *trading* muy sofisticadas y eficientes.

Algunos participantes en el mercado llevan al límite la utilización del trading algorítmico para aplicar estrategias tales como el “arbitraje de alta frecuencia” (en inglés, *High Frequency Trading – HFT-*), con el objetivo de obtener beneficios a partir de pequeñas discrepancias de precios en milisegundos.

Por su parte, el llamado *Big Data* (esto es, las técnicas, herramientas y procesos que permiten el tratamiento, el análisis y la obtención de conocimiento a partir de grandes volúmenes de datos) también ha influido en la forma en que los inversores toman decisiones en los mercados financieros. Y es que dicha capacidad de analizar grandes cantidades de datos en tiempo real provenientes no sólo del mercado local sino de cualquier lugar del Planeta, por remoto que sea, ha facilitado a los *traders*, por ejemplo, identificar patrones y tendencias que antes pasaban inadvertidos y realizar análisis predictivos para anticipar movimientos del mercado.

El *Big Data* sirve, a su vez, para ayudar a las instituciones financieras a gestionar riesgos y detectar fraudes en tiempo real.

En los últimos años, la Inteligencia Artificial (IA) y el *machine learning* se han convertido en herramientas esenciales para los gestores de fondos y *traders*. Estos avances tecnológicos permiten analizar datos financieros complejos y crear modelos predictivos que mejoran la toma de decisiones. Muchos fondos de inversión utilizan IA y *machine learning* para desarrollar estrategias de trading cuantitativas altamente rentables. Plataformas especializadas en este campo están utilizando algoritmos avanzados para ayudar a los inversores a diseñar estrategias de trading personalizadas. Ello ha permitido a los *traders* e inversores minoristas competir en condiciones más equitativas con inversores institucionales.

Así, la aplicación combinada del IA y *Big Data* ha evolucionado hasta convertirse en una herramienta clave para gestionar enormes cantidades de datos y detectar patrones que los humanos no pueden identificar fácilmente. Por ejemplo, los más avanzados fondos de cobertura emplean IA y algoritmos de *machine learning* para analizar noticias, publicaciones en redes sociales y otros tipos de datos no estructurados con el fin de predecir movimientos de mercado. Estas técnicas permiten a los *traders* ajustar sus estrategias en tiempo real, basándose en cambios del sentimiento de los inversores y eventos macroeconómicos que antes eran difíciles de monitorear.

Además, la IA ha contribuido también a la popularización de la inversión bursátil a través de *robo-advisors* que utilizan algoritmos para gestionar carteras de inversión personalizadas con costos significativamente más bajos que los gestores de fondos tradicionales. Al automatizar la asignación de activos y el reequilibrio de carteras, estos servicios hacen que la inversión esté al alcance de pequeños inversores que antes no podían acceder a servicios de gestión patrimonial.

Las empresas *fintech* (que ofrecen un sinnúmero de herramientas y servicios financieros completamente digitales) se han abierto paso en el nuevo ecosistema bursátil y han utilizado los avances que se han señalado para desarrollar productos tales como análisis de sentimiento de mercado basado en redes sociales y noticias, lo que ayuda a los inversores a predecir movimientos de precios con mayor precisión.

Por lo que respecta a la innovación en los propios instrumentos financieros, la digitalización de los mercados ha facilitado el desarrollo de nuevos productos financieros complejos, incluidos derivados como opciones, futuros y *swaps*, que actualmente pueden ser negociados electrónicamente.

Gracias a ello, los mercados de derivados han crecido de manera exponencial en las últimas décadas, permitiendo a los inversores cubrirse contra riesgos de precios y gestionar su exposición a activos subyacentes. Por ejemplo, la *Chicago Mercantile Exchange* (CME) ha sido una pionera en el desarrollo de futuros sobre *commodities* y opciones sobre acciones.

En 2020, el volumen de trading en futuros alcanzó niveles récord debido a la incertidumbre del mercado provocada por la pandemia de COVID-19, lo que llevó a muchos inversores a buscar coberturas contra la volatilidad. Sin embargo, el crecimiento de los mercados de derivados también ha planteado preocupaciones a los reguladores y supervisores. La naturaleza compleja y opaca de algunos instrumentos derivados ha llevado a los reguladores a considerar medidas para aumentar la transparencia y reducir el riesgo sistémico asociado.

Asimismo, la llegada de los ETFs (*exchange-traded funds*) y los productos estructurados ha permitido a los inversores diversificar sus carteras con fondos indexados soportando comisiones de gestión mucho menores que las de los fondos tradicionales, que también han evolucionado para adaptarse a la creciente demanda de inversión pasiva.

Los ETFs permiten a los inversores acceder a una gran variedad de activos de una manera sencilla e inmediata, y su naturaleza líquida facilita la compra y venta en cualquier momento del día.

Los productos estructurados también han ganado una gran popularidad. Se trata de instrumentos financieros que combinan diferentes activos, como acciones, bonos y derivados, para ofrecer rendimientos personalizados según las necesidades del inversor. Estos productos pueden ser utilizados para gestionar el riesgo, obtener ingresos o aprovechar oportunidades de mercado.

Las Notas Estructuradas (o instrumentos de deuda que combinan un bono con un derivado cuyo rendimiento depende del desempeño de un activo subyacente, como una acción o un índice); los Certificados de Depósito Estructurados (o depósitos a plazo que ofrecen rendimientos basados en el desempeño de un activo subyacente, tal como acciones o índices); los Bonos Convertibles (que pueden convertirse en acciones de la empresa emisora a una tasa predeterminada y, por tanto, ofrecen la seguridad del pago de intereses y la posibilidad de beneficiarse del aumento del precio de las acciones) o los Productos Estructurados con Protección del Capital (que garantizan la devolución del capital invertido al vencimiento, independientemente del desempeño del activo subyacente) son algunos ejemplos de estructuras de uso bastante extendido.

En otro orden de cosas, la inversión sostenible y todo lo relacionado con los criterios ESG (siglas en inglés correspondientes a “Ambientales”, “Sociales” y “Gobernanza”) se está convirtiendo en una parte fundamental de la estrategia de inversión para amplios sectores de la población. Los criterios ESG comenzaron a ganar tracción a principios de los años 2000, cuando los inversores institucionales empezaron a integrar consideraciones sociales y ambientales en sus decisiones de inversión. En 2006 se establecieron los Principios para la Inversión Responsable, promovidos por las Naciones Unidas y, en las últimas dos décadas, el interés por las inversiones sostenibles no ha dejado de

crecer y, consecuentemente, los fondos de inversión y ETFs que incorporan criterios ESG, así como los llamados “bonos verdes” no han dejado de proliferar. Los inversores individuales también están cada vez más interesados en empresas que demuestran responsabilidad social y un compromiso con la sostenibilidad y buscan alinear sus carteras con sus valores personales.

A nivel global, los fondos ESG han atraído captado numerosas inversiones, lo que ha llevado a las bolsas a desarrollar índices específicos, como el *Dow Jones Sustainability Index*, el *MSCI ESG Leaders Index*, y muchos otros más.

Según la *Global Sustainable Investment Alliance*, los activos bajo gestión en estrategias de inversión sostenibles alcanzaron en 2023 los 35 billones de dólares. Esto confirma que la sostenibilidad no es sólo una tendencia pasajera, sino que, como suele decirse coloquialmente, “ha llegado para quedarse”, lo que no quita para que pueda afirmarse que a los criterios ESG les queda mucho por evolucionar y mucha interferencia de la que desprenderse.

II. El Surgimiento de “los Otros” *Trading Venues*: *ECNs*, *MTFs* y *Dark Pools*

Son muchos los factores que han propiciado la proliferación de centros de negociación alternativos, tales como la vertiginosa evolución de los mercados y sus partícipes, la innovación tecnológica y financiera, la desvinculación de los bancos y otras entidades de intermediación financiera del accionariado de las bolsas de valores tradicionales, la lentitud o incluso incapacidad de éstas para adaptarse a los cambios, la aquiescencia e incluso el apoyo de los reguladores, etc. Un estudio objetivo de las causas sería, en sí mismo, materia de un ensayo atrayente.

Pero lo que al propósito de este artículo interesa es el hecho de su existencia, su profusión y su evolución. En los siguientes párrafos se describen someramente los nuevos tipos de centros de negociación y algunos de los casos más significativos:

- **Las Redes de Comunicación Electrónicas o *Electronic communication networks* (ECNs)**

Son sistemas automatizados que conectan directamente a los participantes del mercado, como bancos, sociedades de valores (o agentes de bolsa, o *broker-dealers*, o casas de bolsa, o sociedades corredoras, o simplemente corredores, o miembros -la terminología, como ya habrá comprobado el lector, es muy profusa-) y *traders* individuales, permitiéndoles comprar y vender activos financieros directamente entre sí, sin la necesidad de pasar por una bolsa de valores. Las ECNs facilitan la ejecución de órdenes en tiempo real, dentro y fuera del horario de mercado de las bolsas, y proporcionan acceso a múltiples fuentes de liquidez.

Las ECNs surgieron en Estados Unidos y han evolucionado significativamente desde sus inicios hace 30 años, transformándose en componentes esenciales del ecosistema financiero moderno a nivel global. Están reguladas por la Comisión de Valores y Bolsa (*Securities and Exchange Commission* -SEC-), que las cataloga, junto con las plataformas opacas (*dark pools*) y otras plataformas que facilitan la ejecución de órdenes entre múltiples participantes del mercado, como “Sistemas Alternativos de Negociación” (*Alternative Trading Systems* -ATS-), i.e., sistemas que permiten la negociación de valores fuera de las bolsas tradicionales. Han de registrarse como corredores de bolsa (*broker-dealers*) y deben cumplir con ciertos requisitos de divulgación y transparencia, si bien tienen menos obligaciones que los mercados regulados.

Las ECNs han evolucionado hasta incluir no sólo acciones, sino también otros activos como divisas y derivados (opciones y futuros). Particularmente, las ECNs han transformado el trading de divisas

al proporcionar a los inversores acceso directo a los mercados de cambio, lo que ha resultado en una mayor liquidez y en una reducción de los *spreads* (“horquillas” o diferencias entre precios de compra y venta) en los pares de divisas más negociados.

El origen de estos sistemas se remonta nada menos que a 1969, con la fundación de Instinet por un grupo de corredores de la bolsa en Nueva York. El nombre “Instinet” proviene de “*Instant Network*”, reflejando su objetivo inicial de proporcionar una red instantánea para la ejecución de órdenes. En sus inicios, Instinet operaba como un servicio basado en teletipos que permitía a los *brokers* enviar y recibir órdenes electrónicamente, lo que representó un avance significativo respecto a los métodos al uso, basados en papel.

Con la llegada de los sistemas electrónicos de negociación, Instinet comenzó a ganar popularidad entre los corredores e inversores institucionales y, en 1987, lanzó su primera plataforma electrónica completa, que permitió a los usuarios realizar transacciones en tiempo real. En 1996, Instinet se convirtió en el primer sistema alternativo registrado ante la SEC en EE.UU., lo que le permitió operar como un *broker-dealer*. En 2001, Instinet fue adquirida por Reuters Group, lo que le proporcionó recursos adicionales para expandir sus operaciones globalmente. En 2007, Reuters vendió Instinet a Nomura Holdings, un importante grupo financiero japonés, lo que permitió a Instinet fortalecer su presencia en Asia.

Además de Instinet, ejemplos destacados de ECNs los constituyen Archipelago Exchange (Arca), lanzada en 1996 y que fue uno de los primeros ECNs en operar como una bolsa electrónica, convirtiéndose en una bolsa nacional al ser adquirida por NYSE Euronext en 2006; BATS (Better Alternative Trading System), fundada en 2005 como una ECN y que en 2006 lanzó su propia bolsa, la cual rápidamente ganó popularidad debido a sus tarifas competitivas, experimentando un crecimiento explosivo que la convirtió en uno de los principales mercados de valores en EE.UU.; Direct Edge, fundada en 2005 ofreciendo un enfoque innovador en la negociación para *traders* tanto institucionales como minoristas, y que se fusionó con BATS Global Markets en 2014; o Chi-X que se lanzó en 2006 en EE. UU. ofreciendo igualmente un modelo de trading rápido y de bajo coste por transacción para los *traders* y que funcionó como un ECN en EE. UU. hasta su adquisición por BATS Global Markets en 2011.

La regulación jugó un papel de gran importancia en la evolución de las ECNs. Concretamente, la Regulación Nacional del Mercado de Valores (*Reg NMS*), o conjunto de normas promulgadas en 2005 por la SEC de los Estados Unidos, promovió y trató de ordenar la competencia entre los centros de negociación -muy especialmente entre bolsas y ECNs- del mercado de valores norteamericano, habida cuenta de su creciente fragmentación y complejidad.

Con sus reglas como la de la ejecución al mejor precio para el inversor (*Order Protection rule*), la regla de la transparencia en tiempo real de precios y volúmenes (*Quote rule*), la de la consolidación de la información de los mercados -*market data*- en un solo flujo de datos (*Consolidated Tape rule*) o la regla de acceso equitativo a los mercados y a su información para todos los participantes (*Access rule*), la *Reg NMS* fue imprescindible para modernizar y regular el entorno del *trading* en EE.UU., promoviendo una mayor competencia, transparencia y eficiencia en los mercados financieros y contribuyendo a crear un marco más justo para todos los participantes del mercado, mejorando la protección de los inversores. Tal y como la crisis global de 2007-2008 puso de manifiesto, la *Reg NMS*, si bien era necesaria, no resultó suficiente. En todo caso, supuso un avance capital en la ordenación de un mercado como el estadounidense, con múltiples y variados centros de negociación de naturaleza diversa.

La última década ha visto un crecimiento exponencial en el uso de ECNs debido al aumento del *trading* algorítmico y automatizado. Al igual que las bolsas, y muchas veces anticipándose a ellas,

las ECNs han continuado innovando incorporando funcionalidades avanzadas como los sistemas inteligentes de encaminamiento de órdenes ("*smart order routing*"), que optimizan la ejecución de órdenes al dirigirlas hacia las mejores fuentes en cuanto a precio y liquidez en cada momento, e incorporando herramientas analíticas y paquetes muy completos y diversos de datos en tiempo real para facilitar a los *traders* la toma de decisiones informadas.

Por lo que respecta a los ECNs en el ámbito de los mercados de Divisas (*Forex*), FXall y Hotspot FX son dos buenos ejemplos de plataformas significativas a nivel mundial.

FXall fue fundada en 2000 y, desde su lanzamiento, ganó rápidamente gran popularidad entre bancos, instituciones financieras y *traders* institucionales debido a su enfoque en la liquidez interbancaria y la capacidad de acceder a múltiples proveedores de liquidez. A lo largo de los años, FXall ha introducido herramientas avanzadas de gestión de riesgos y análisis de datos, mejorando así la experiencia del usuario. Fue adquirida por Thomson Reuters (ahora parte de Refinitiv), lo que le permitió expandir aún más su alcance y recursos. Esta adquisición fortaleció su posición en el mercado al integrarse con otras soluciones financieras ofrecidas por Refinitiv.

Hotspot FX, también lanzada en 2000, nació para ofrecer acceso directo a la liquidez interbancaria para *traders* institucionales, permitiendo una ejecución rápida y eficiente. Hotspot FX se destacó rápidamente como una plataforma líder en el comercio de divisas al permitir a los *traders* interactuar directamente entre sí. A lo largo de los años, Hotspot ha introducido varias características innovadoras, como herramientas avanzadas para el análisis técnico y opciones de personalización para *traders*. En 2017, Hotspot fue adquirida por CBOE Global Markets. Esta adquisición permitió a CBOE expandir su oferta más allá de las acciones y opciones hacia el mercado *forex*.

- **Los *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) o Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs)**

Podría decirse que la figura del MTF es la "versión europea" de los ECNs norteamericanos. Surge a raíz de la implementación en 2007 de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros -Market in Financial Instruments Directive (MiFID)- en la Unión Europea, que lo definía como "*sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir dentro del sistema y según normas no discrecionales los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos (...)*".

Esta definición, en lo esencial, ha permanecido vigente hasta nuestros días y, en lenguaje llano, viene a significar que los MTFs permiten que múltiples participantes del mercado negocien entre sí sin necesidad de pasar por una Bolsa tradicional.

Al igual que los ECNs en Estados Unidos, los MTFs no tienen los mismos requisitos de admisión a cotización ni similares cargas de regulación que las bolsas, lo que permite a sus participantes negociar activos más exóticos y productos de fuera del mercado (*over-the-counter*, OTC).

Actualmente existen más de una veintena de MTFs. En la página web de la autoridad europea, (la *European Securities Market Authority* -ESMA-) se puede consultar la lista completa y permanente actualizada de estos sistemas. En las próximas líneas se hace referencia a los que han sido más relevantes para la evolución del ecosistema de los mercados de valores europeos.

El primer MTF en Europa fue Chi-X Europe, que comenzó a operar en marzo de 2007, adelantándose unos meses a la entrada en vigor de la primera MiFID, en noviembre, pero ajustándose a las

disposiciones de la nueva directiva que promovía, con prioridad máxima y sin reparar en posibles efectos nocivos, la competencia entre centros de negociación de toda clase y condición.

Chi-X fue, pues, pionero en ofrecer una alternativa a las bolsas tradicionales en Europa, permitiendo la negociación de acciones y otros instrumentos financieros con tarifas más bajas, en un contexto donde los mercados financieros estaban experimentando una creciente fragmentación y los costes de transacción soportados por los *traders* (que, por cierto, constituyen una parte poco significativa de los importes repercutidos a los inversores finales, hecho éste que ha confundido a más de un Legislador) eran altos en las bolsas tradicionales.

Chi-X Europe fue creado por Chi-X Global, la empresa con sede en Nueva York que, desde su condición de ECN, ya había introducido innovaciones en el *trading* de acciones sin pasar por las bolsas y con tarifas más bajas.

Chi-X ofreció en Europa, desde el primer momento, a tarifas inferiores a las de las bolsas, negociación electrónica y tiempos de ejecución rápidos. Su enfoque atrajo a numerosos participantes del mercado, incluidos bancos, fondos de inversión y *traders* institucionales.

Equiduct fue fundado también en 2007 en el entorno de *Börse Berlin* y luego adquirida por un consorcio liderado por la firma de inversión “Vereinigte Volksbank”, tratando de combinar características de un mercado regulado con las ventajas de una plataforma alternativa. Su modelo de negocio se enfocaba a la consecución del mejor precio (*best execution*) de entre los disponibles en cada momento en el mercado.

Turquoise, otro MTF importante que se constituyó en paralelo con la elaboración de la MiFID, fue lanzado en julio de 2008 por un consorcio de bancos y empresas financieras, incluyendo a Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, UBS, entre otros. La idea era crear una plataforma que ofreciera una alternativa competitiva a las bolsas tradicionales y otros MTFs como Chi-X. Desde su inicio, se centró en proporcionar precios competitivos y una ejecución rápida, utilizando tecnología avanzada para atraer a *traders* institucionales y otros participantes del mercado. Turquoise experimentó un crecimiento rápido en términos de volumen negociado y participación en el mercado.

Hoy en día, bajo el paraguas del Grupo London Stock Exchange, Turquoise sigue ofreciendo servicios tanto para la negociación tradicional como para la negociación oscura (*Dark trading*), así como acceso a una amplia gama de activos financieros.

Por su parte, la plataforma BATS Europe fue lanzada para ofrecer un entorno de negociación alternativo en el mercado europeo, con el mismo enfoque que BATS había adoptado con éxito en los Estados Unidos. Fundado en 2008, como Turquoise, se convirtió rápidamente en otro de los principales MTFs en Europa. En 2011, BATS adquirió Chi-X Europe y en 2016, BATS fue adquirida por CBOE Global Markets. Hoy en día opera bajo el nombre de CBOE Europe.

Cerrando este quinteto de afamados MTFs se encuentra Aquis, fundada en 2012 y cuyo enfoque se centra en ofrecer tarifas transparentes y fijas, (i.e., un modelo basado en suscripción) para los participantes del mercado. Aquis ha ampliado su presencia más allá del Reino Unido, ofreciendo servicios en varios mercados europeos. También ha lanzado nuevas plataformas para diferentes clases de activos. Este MTF acaba de estar de actualidad en los medios debido a la OPA amistosa que el grupo suizo SIX ha lanzado sobre él.

- **ECNs vs. MTFs**

Tanto los ECN como los MTF se sustentan en sistemas electrónicos, lo que permite a los participantes del mercado ejecutar órdenes de manera rápida y eficiente. Ambas plataformas ofrecen un cierto grado de transparencia en las transacciones, aunque el nivel puede variar. Los precios y las órdenes pueden ser visibles para los participantes en tiempo real. ECNs y MTFs proporcionan acceso a múltiples fuentes de liquidez, lo que permite a los *traders* buscar los mejores precios al ejecutar sus órdenes.

En virtud de sus respectivas regulaciones, ambas plataformas permiten a los *traders* realizar transacciones sin causar un impacto significativo en el precio del activo cuando se trata de órdenes de gran tamaño. Sus usuarios abarcan un amplio rango, desde bancos hasta *traders* minoristas, pasando por fondos de inversión, HFTs, etc.

Respecto a los instrumentos financieros negociados, las ECNs están principalmente enfocadas hacia acciones, divisas y, en algunos casos, también ofrecen futuros y opciones. En los MTFs se puede negociar una variedad más amplia de instrumentos financieros, incluidos, bonos y ETFs.

- **Expansión de los ECNs y MTFs en otras áreas geográficas**

ECNs y MTFs, aun siendo figuras oriundas de Estados Unidos y la Unión Europea respectivamente, se están extendiendo, como consecuencia de la globalización de los mercados financieros, a prácticamente todas las regiones del Planeta. Ello responde a la perentoria necesidad de mayor eficiencia y transparencia en los mercados financieros globales. Sin embargo, cada región se enfrenta a desafíos específicos, relacionados con la regulación, la infraestructura tecnológica y aceptación por parte de los usuarios del mercado, afectando todo ello al ritmo y la forma en que estas plataformas se desarrollan e implementan.

En Asia, especialmente en mercados como Japón, Hong Kong y Singapur, los ECNs han ganado popularidad en el comercio de divisas y acciones. Plataformas como FXall y Hotspot FX tienen presencia en esta región. En 2007, Reuters vendió Instinet a Nomura Holdings, un importante grupo financiero japonés, lo que permitió a Instinet fortalecer su presencia en Asia.

Por lo que se refiere a la modalidad europea de plataforma alternativa, aunque no se utilizan comúnmente el término “MTF”, existen sistemas o *facilities* similares que facilitan la negociación multilateral. Por ejemplo, la Hong Kong Stock Exchange (HKEX) ha implementado sistemas que permiten la negociación electrónica entre múltiples participantes.

En Medio Oriente y África los ECNs están comenzando a ganar terreno, especialmente en el comercio de divisas. Algunos *brokers* locales han adoptado modelos ECN para ofrecer mejores precios a sus clientes. Aunque la infraestructura para MTFs está menos desarrollada en comparación con otras regiones, algunos mercados emergentes de valores están explorando la creación de plataformas que faciliten la negociación multilateral.

En Oceanía, Australia tiene una presencia significativa de ECNs, especialmente en el mercado de divisas. IC Markets (*International Capital Markets Pty Ltd*) es uno de los *brokers* más reconocidos internacionalmente en el ámbito del *trading* de Forex y Contratos por Diferencia (CFDs). Fue fundado en 2007 en Sídney, con el objetivo inicial de ofrecer a los *traders* minoristas acceso a las mismas condiciones de mercado que disfrutaban, por ejemplo, bancos, fondos de cobertura y gestores de activos.

IC Markets ha ampliado su alcance internacionalmente, ofreciendo sus servicios a clientes de múltiples regiones, incluidos Asia, Europa y América Latina. Su regulación en varios países (como Australia bajo ASIC, y en Seychelles bajo FSA) le permitió atender a una clientela global cumpliendo con normativas internacionales. A lo largo del tiempo, IC Markets ha incrementado la tipología de activos disponibles para operar. Además de Forex, incluye CFDs sobre índices, materias primas, acciones, bonos y criptomonedas.

En el ámbito más típicamente bursátil, cabe destacar que Chi-X Global, desarrolló la plataforma Chi-X Australia, emulando el éxito obtenido con Chi-X Europe.

- **ECNs y MTFs en Iberoamérica**

En Iberoamérica ha de distinguirse entre España y Portugal, países sujetos a la legislación de la Unión Europea y sometidos a las corrientes evolutivas y a la competencia directa de los mercados financieros de esta área geopolítica, por una parte, y América Latina, influenciada por las transformaciones de los mercados norteamericano y europeo pero, a su vez, condicionada por su propia realidad en materia de regulación, infraestructura tecnológica e idiosincrasia.

En España cabe destacar, como MTFs autóctonos, los que pertenecen a Bolsas y Mercados Españoles (BME), tales como BME Growth, creado en 2006 con el nombre de MAB (Mercado Alternativo Bursátil), orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, y en el que también cotizan otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario), las ECR (Entidades de Capital Riesgo) y las SIL (Sociedades de Inversión Libre); el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), que se puso en marcha en 2013, dirigido fundamentalmente a inversores institucionales, poniendo a su disposición valores de renta fija de compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas en el mercado de acciones; Latibex, constituido en 1999, y en el que cotizan en euros valores latinoamericanos; y SENAF, en el que se negocia, también desde 1999, deuda pública española, tanto al contado como en repos y operaciones simultáneas, y que está enfocado a inversores institucionales.

Paralelamente, en Portugal merecen ser destacados los MTFs que se encuentran bajo el paraguas de Euronext, como, por ejemplo, Euronext Growth (antiguo Alternext) puesto en marcha en 2005 y dirigido a pequeñas y medianas empresas de alto crecimiento y Euronext Access, que vio la luz en 2016, siendo concebido más específicamente para acercar el mercado de valores a las *start-ups*.

En América latina, merece ser destacado como un caso singular el de la Bolsa Mexicana de Valores, que implementó en 2001 su sistema electrónico “SIC” (Sistema Internacional de Cotizaciones). Se trata de un Mecanismo diseñado para listar y operar valores que no han sido objeto de oferta pública en México pero que se encuentran admitidos a cotización en mercados de valores extranjeros reconocidos por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mexicana, o cuyos emisores han recibido el reconocimiento correspondiente por parte de la citada Comisión.

En el resto de la Región, la mayoría de plataformas alternativas de contratación vernáculas están dirigidas a empresas emisoras de pequeño y mediano tamaño con alto potencial de crecimiento. Así, por ejemplo, en Brasil, dentro del Grupo B3, existe el segmento “B3 Mais”, que está diseñado para este tipo de empresas en crecimiento, con requisitos normativos más flexibles. Algo similar ocurre en la Bolsa de Valores de Colombia, que tiene una sección llamada «Emprendedores», que está destinado a facilitar el acceso al mercado de capitales para PYMES y *start-ups*; en Perú, la Bolsa de Valores de Lima cuenta con el MAV (Mercado Alternativo de Valores); en Argentina, el también llamado “MAV” (en este caso acrónimo de Mercado Argentino de Valores) está especializado la financiación para

pequeñas y medianas empresas, las economías regionales y los instrumentos no estandarizados (cheques de pago diferidos, pagarés bursátiles, facturas de crédito electrónicas, etc.); y en Chile, el segmento de Mercado ScaleX, de la Bolsa de Santiago, facilita el acceso al capital para financiar, desarrollar y expandir a las *start-ups* listadas, y pone el acento en la generación de visibilidad, credibilidad y prestigio para estas compañías.

La proliferación de otros tipos de ECNs y/o MTFs en América Latina es más limitada, habiendo importantes desafíos por superar en materia de regulación y en infraestructura tecnológica, pero aun así está creciendo. Por ejemplo, plataformas como Hotspot FX y FXall están presentes con fuerza en el mercado de divisas.

- **Los Dark Pools**

Otro tipo de centro de negociación alternativo, de desarrollo notable en los últimos veinticinco años, es el de los (o las -en español se vienen tratando tanto en masculino como en femenino) llamados *Dark Pools*, o plataformas privadas donde se pueden ejecutar transacciones sin que se hagan públicos inmediatamente los detalles de las operaciones (precio, volumen, comprador, vendedor, etc.) para el resto del mercado.

Los *Dark Pools* proporcionan una fuente adicional de liquidez, especialmente interesante para grandes instituciones, como fondos de pensiones, fondos de inversión y *hedge funds*, etc., que buscan mover grandes cantidades de acciones u otros instrumentos financieros sin afectar significativamente al precio de mercado (lo que se conoce como “impacto de mercado”) y minimizando el riesgo de deslizamiento (*slippage*) -o situación en la que el diferencial entre oferta y demanda (horquilla o *spread*) cambia entre el momento en que se solicita una orden de mercado y el momento en que se ejecuta-.

Aunque su origen más remoto se remonta a la década de los ochenta, fue con el auge del *trading* electrónico y algorítmico cuando los *dark pools* ganaron popularidad entre las instituciones financieras.

Liquidnet, fundada en 2001, es uno de los *dark pools* más conocidos. Paralelamente, ITG (*Investment Technology Group*) lanzó su *dark pool* llamado Posit como una ECN que ofrece capacidades avanzadas para la ejecución algorítmica y acceso a liquidez oculta. Goldman Sachs opera su propio *dark pool*, Sigma X, diseñado para facilitar la ejecución discreta de órdenes por parte de sus clientes institucionales. CBOE Global Markets también opera un *dark pool* conocido como EDGX, que ofrece servicios tanto para inversores minoristas como institucionales. Turquoise, por su parte, introdujo con el paso del tiempo varias innovaciones tecnológicas, incluyendo funcionalidades de negociación oscura.

Todas estas plataformas han desempeñado y desempeñan un papel importante en la provisión de liquidez y en la reducción de la volatilidad, ya que evitan los impactos y consiguientes fluctuaciones en los precios que se podrían producir si las grandes transacciones se realizaran en los centros de negociación transparentes (o *Lit Markets*).

Sin embargo, los *Dark Pools* también han sido objeto de escrutinio por su falta de transparencia, la posible quiebra de la equidad y el potencial que pueden ofrecer para la manipulación del mercado. Las críticas han señalado que el volumen creciente y el tamaño decreciente de las transacciones que se realiza en estas plataformas pueden fragmentar la liquidez, deteriorar la formación de precios al sustraer de la misma a importantes volúmenes de operaciones, y socavar la confianza en los mercados en su conjunto, ya que los inversores no pueden ver el tamaño real de las órdenes

de compra y venta. A raíz de estas preocupaciones, los reguladores y supervisores han empezado a imponer restricciones más estrictas sobre su uso. Por ejemplo, en Europa, la MiFID II – MiFIR introdujo límites al volumen de operaciones que pueden realizarse en *Dark Pools* para garantizar que la mayor parte del trading ocurra en mercados transparentes.

La SEC en Estados Unidos también ha prestado cada vez más atención a la operativa de estos mercados oscuros, estableciendo reglas para preservar la integridad del mercado.

- **Los internalizadores sistemáticos**

Son entidades que ejecutan órdenes de compra y venta de instrumentos financieros por cuenta propia, en lugar de enviar esas órdenes a una Bolsa u otro centro de negociación multilateral.

El concepto de internalización sistemática comenzó a ganar relevancia con la implementación de la primera Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) en Europa, que los consideraba un tipo de centro de negociación. (MiFID II – MiFIR corregiría más adelante este craso error de concepto).

A medida que los mercados se volvían más electrónicos y competitivos, los bancos de inversión y otras instituciones financieras comenzaron a buscar formas de mejorar su eficiencia operativa. La internalización sistemática permitió a los *brokers* y bancos ejecutar órdenes internamente, reduciendo el tiempo y coste asociados con el envío de órdenes a bolsas externas. Esta reducción del coste, por cierto, rara vez se repercute al cliente final.

Los Internalizadores sistemáticos deben cumplir con ciertas regulaciones para garantizar la transparencia y la protección del cliente. Por ejemplo, deben informar sobre las transacciones realizadas y proporcionar datos sobre la calidad de ejecución de las órdenes.

Muchos bancos de inversión y empresas de servicios de inversión actúan como internalizadores sistemáticos al ejecutar órdenes para sus clientes. Algunos, como por ejemplo Goldman Sachs, Morgan Stanley o E*TRADE, tienen plataformas que permiten la ejecución interna de operaciones. Los creadores de mercado o *market makers*, que proporcionan liquidez a ciertos activos, también pueden actuar como internalizadores sistemáticos al negociar contra su propio capital.

En resumen, los internalizadores sistemáticos han emergido como un componente relevante del ecosistema financiero moderno. Su capacidad para ejecutar órdenes internamente ha contribuido a reducir los costes de transacción, pero plantean desafíos normativos relacionados con la transparencia del mercado, la calidad de la formación de precios y la protección del inversor.

III. Nuevos Mercados Financieros: La Revolución de las Criptomonedas (y Más Allá)

Por si todo lo anterior no fuera suficientemente complejo, en los últimos quince años, la transformación del paisaje financiero también se ha visto impulsada por la aparición de nuevos mercados que no sólo ha cambiado la forma de entender el dinero y las inversiones, sino que también ha dado lugar a un ecosistema financiero más diverso e innovador, pero también más complicado y, a veces, peligroso.

- **Los Mercados de Criptos**

Las criptomonedas, lideradas por Bitcoin, surgieron en 2009 en la estela de la crisis financiera global de 2007-2008. Su diseño descentralizado y basado en tecnología DLT (*distributed ledger technology*, i.e., tecnología de registro distribuido) y, en concreto, en blockchain, ofreció una alternativa al sistema bancario tradicional. Desde entonces, miles de criptomonedas han sido creadas, cada una con características y propósitos únicos.

La primera y más conocida criptomoneda, como se ha apuntado, es el Bitcoin, creada por un individuo o un grupo de individuos (no se sabe con certeza) bajo el seudónimo de Satoshi Nakamoto. Su objetivo es actuar como medio de intercambio digital y como una reserva de valor. Bitcoin ha experimentado una apreciación significativa en su tipo de cambio desde su lanzamiento, convirtiéndose en un activo refugio para algunos inversores en tiempos de incertidumbre. Además, Bitcoin ha establecido el estándar para muchas otras criptomonedas y sigue siendo la más valiosa en términos de capitalización de mercado.

Ethereum, lanzada en 2015, es una plataforma que permite a los desarrolladores crear aplicaciones descentralizadas (dApps) utilizando contratos inteligentes. Su criptomoneda nativa, Ether, se utiliza para realizar transacciones dentro de la red. Ethereum ha sido fundamental en el desarrollo del ecosistema DeFi (finanzas descentralizadas) y los NFTs (tokens no fungibles). Más adelante se incluye una breve reseña de ambos.

Binance Coin apareció en 2017 y es la criptomoneda nativa del Binance, una de las mayores plataformas de intercambio de criptomonedas del mundo, que ha crecido rápidamente y se ha convertido en un actor clave en el ecosistema de criptomonedas, ofreciendo una amplia gama de servicios relacionados con la compra, venta y gestión de activos digitales.

Hoy la lista de criptomonedas es interminable (ADA -de la plataforma Cardano-, Solana, Ripple, Litecoin y un sinnúmero de etcéteras), por lo que se obviarán más referencias singulares en este artículo, no sin antes hacer alusión a dos *Stablecoins*, o criptomonedas vinculadas a activos tradicionales (como el dólar estadounidense): Tether, creada en 2014 y USD Coin, que apareció en 2018. Ambas se utilizan para reducir la volatilidad y proporcionar estabilidad en el comercio de criptomonedas.

En general, los mercados de las criptomonedas presentan varias características distintivas. A diferencia del sistema financiero tradicional, donde las instituciones centralizadas controlan las transacciones, las criptomonedas operan en redes descentralizadas que permiten a los usuarios realizar transacciones directamente entre sí. Cualquier persona con acceso a Internet puede participar en estos mercados, lo que populariza el acceso a servicios financieros.

Así las cosas, la inversión en criptomonedas ha ganado popularidad, especialmente entre los inversores más jóvenes, que ven en estas monedas digitales una oportunidad de alto crecimiento.

Por otra parte, la digitalización ha permitido a estos mercados operar las 24 horas del día. Binance o Coinbase no duermen, facilitando la compra y venta de activos digitales en tiempo real a nivel global. Además, el crecimiento de las criptomonedas ha generado un auge en los mercados de derivados relacionados. Plataformas de intercambio como Binance y BitMEX han lanzado productos de futuros y opciones sobre criptomonedas, permitiendo a los *traders* especular sobre los precios de activos digitales de una manera más sofisticada. Este crecimiento ha atraído tanto a *traders* minoristas como institucionales, aumentando la liquidez y la actividad en los mercados de criptomonedas.

Ahora bien, los precios de las criptomonedas pueden experimentar fluctuaciones extremas en muy cortos períodos, lo que presenta tanto oportunidades como riesgos para los inversores. Por otra

parte, la innovación en este ámbito se produce a una velocidad vertiginosa, lo que imposibilita que se vea acompañada de normativas óptimas de supervisión y control dejando desprotegidos a los inversores más vulnerables.

- **...(Y Más Allá)**

Además de los de las criptomonedas, en los últimos años han surgido otros mercados alternativos que están redefiniendo la inversión. Ya se ha hecho referencia al DeFi (finanzas descentralizadas), que se refiere a un conjunto de aplicaciones y servicios financieros construidos sobre tecnologías blockchain, principalmente Ethereum. El ecosistema DeFi busca recrear y mejorar los servicios financieros tradicionales, como préstamos, ahorros, intercambios y seguros, pero sin la necesidad de intermediarios centralizados como bancos o instituciones financieras. Muchas aplicaciones DeFi están diseñadas para trabajar conjuntamente, lo que permite a los usuarios combinar diferentes servicios y productos para crear soluciones personalizadas según sus necesidades. Adicionalmente, todas las transacciones en plataformas DeFi son registradas en la blockchain, lo que facilita a los usuarios verificar la información y auditar los contratos inteligentes (*smart contracts*) utilizados.

Por otra parte, hablando de los nuevos mercados financieros y las nuevas oportunidades, es necesario hacer referencia a la denominada “Tokenización de Activos”.

Un *token* es un tipo de activo digital que se emite y gestiona en una blockchain. A menudo, los *tokens* representan un activo o utilidad específica dentro de un ecosistema determinado. (Ha de advertirse que, aunque los términos “*token*” y “criptomonedas” a veces se emplean de manera indistinta, existen diferencias clave entre ambos).

Pues bien, la Tokenización de Activos denota la posibilidad de representar activos físicos (como bienes raíces o arte) en forma digital mediante *tokens*, lo que permite fraccionar la propiedad y facilitar su comercio. En esta línea ha de destacarse la emisión de “*tokens* de valores” (*security tokens*), que permiten a las empresas emitir acciones en forma digital a través de blockchain.

Un tipo específico de *tokens* que ha ganado especial significación es el constituido por los llamados NFTs, o tokens no fungibles (*Non-Fungible Tokens* en inglés). Se trata de activos digitales únicos que representan la propiedad de un objeto o contenido específico en la blockchain. A diferencia de las criptomonedas como Bitcoin o Ethereum, que son fungibles y pueden intercambiarse entre sí sin pérdida de valor, los NFTs son indivisibles y cada uno tiene características únicas que lo diferencian de otros. La propiedad de un NFT está registrada en una blockchain, lo que permite a cualquier persona verificar quién es el propietario del activo en cada momento. Ello proporciona transparencia y seguridad en las transacciones.

Estos activos digitales únicos han revolucionado el arte y la cultura digital al permitir a los creadores monetizar su trabajo de nuevas maneras. Los NFTs se emplean, por ejemplo, en artes visuales, música, videojuegos y coleccionables digitales.

Los artistas pueden tokenizar sus obras digitales como NFTs, permitiendo a los coleccionistas comprar y poseer piezas únicas. Hoy en día puede verse cómo se compran y venden algunas de estas obras por millones de euros. Los músicos, por su parte, pueden lanzar álbumes o canciones como NFTs, ofreciendo a los fans una forma única de poseer su música. También se pueden incluir beneficios adicionales, como el acceso exclusivo a conciertos. En el mundo de los videojuegos, los NFTs se utilizan para representar objetos únicos dentro del juego, como personajes, *skins* (i.e., la apariencia de un personaje) o terrenos virtuales. Esto permite a los jugadores comprar, vender e intercambiar estos activos. Asimismo, los NFTs han dado lugar a un mercado cada vez más impor-

tante para los “coleccionistas digitales” que abarca desde tarjetas (parecidas a los cromos tradicionales pero en versión digital) hasta momentos destacados de una competición deportiva en forma de NFTs. (Cada “momento” es un clip corto que captura una jugada considerada memorable) y ya hay plataformas como la “NBA Top Shot”, vinculada a la liga de baloncesto estadounidense, que permite a los usuarios comprar, vender e intercambiar estos NFTs.

Finalmente, en entornos virtuales y mundos digitales (conocidos como “metaversos”), los usuarios pueden comprar terrenos virtuales y otros activos representados por NFTs.

Obviamente, la aparición de estos nuevos mercados financieros plantea importantes desafíos e implicaciones. La volatilidad extrema y la falta de regulación pueden llevar a pérdidas significativas para los inversores inexpertos. Por este motivo, los gobiernos están comenzando a establecer marcos legislativos para abordar preocupaciones sobre fraude, lavado de dinero y desprotección del consumidor relacionadas con estos nuevos mercados.

En otro orden de cosas, algunas criptomonedas utilizan procesos intensivos en energía para su minería (como Bitcoin), lo que ha generado preocupaciones sobre su huella ambiental.

• **Relación entre los Nuevos Mercados Financieros y los Mercados más Tradicionales**

Podría pensarse que lo que se ha expuesto en los párrafos anteriores se aparta del tema sobre el que versa este artículo. Sin embargo, debe señalarse que, a medida que los activos digitales comentados van ganando popularidad, la relación entre los mercados de valores más tradicionales y, por ejemplo, los mercados de criptomonedas, se estrecha más y más. Aunque operan en contextos diferentes, ambos sistemas financieros están interconectados de manera significativa.

Ciertamente, conforme las criptomonedas han ganado aceptación, se ha observado una creciente correlación entre los movimientos del mercado de criptomonedas y los de las bolsas de valores. En momentos de incertidumbre económica o crisis financiera, tanto los activos tradicionales como las criptomonedas pueden experimentar caídas simultáneas. Esto sugiere que los inversores están tratando ambos mercados como parte de una misma cartera (*portfolio*) diversificada.

La entrada de inversores institucionales en el espacio cripto ha sido otro factor clave en esta relación. Algunas grandes empresas tecnológicas de primerísimo nivel mundial han comenzado a incluir Bitcoin en sus balances, lo que ha llevado a una mayor legitimación del activo digital. Este comportamiento institucional influye, sin duda, en la percepción general del riesgo y la rentabilidad, impactando simultáneamente a las bolsas y a los mercados “cripto”.

A mayor abundamiento, algunas bolsas han comenzado a ofrecer productos relacionados con criptomonedas, como fondos cotizados en bolsa (ETFs) que rastrean o hacen seguimiento (“*tracking*”) del rendimiento de activos digitales. Esto facilita la inversión en criptomonedas para aquellos que prefieren operar dentro del marco regulado de las bolsas tradicionales.

En conclusión, en el momento presente la relación entre las bolsas de valores y los mercados de criptomonedas es compleja y está en constante evolución. A medida que ambos mundos continúen convergiendo, es probable que se dé un aumento en la integración y regulación conjunta, haciendo posible que se hable de un solo ecosistema. Para los inversores, entender esta dinámica es crucial para navegar por el paisaje financiero moderno y aprovechar las oportunidades emergentes en todos los frentes.

- **Desafíos que Plantea el Nuevo Ecosistema**

Un entorno tan sofisticado como el que constituyen, tal y como se ha mostrado, los actuales mercados digitales de valores, implica necesariamente la existencia de riesgos latentes que es necesario prevenir y gestionar con eficacia.

El desafío más evidente es la Ciberseguridad: con el aumento del trading electrónico y la digitalización de los mercados financieros en general, surge el riesgo asociado con ataques cibernéticos. Proteger datos sensibles es crucial para mantener la confianza del mercado. La creciente dependencia de las plataformas digitales y la transferencia de datos a través de redes electrónicas han hecho que los mercados sean vulnerables a este tipo de amenazas. El *hackeo* de la Bolsa de Nueva York en 2020, aunque no tuvo un impacto significativo en las operaciones, destacó la fragilidad de las infraestructuras tecnológicas y la necesidad de implementar medidas de seguridad más robustas. Las instituciones financieras están invirtiendo significativamente en ciberseguridad para proteger sus sistemas y datos. Un informe de Cybersecurity Ventures predice que los costos globales relacionados con el cibercrimen alcanzarán los 10.5 billones de dólares anuales para 2025. Esto representa una preocupación muy profunda, ya que un ciberataque exitoso podría no solo dañar la reputación de una institución financiera, sino también provocar una crisis de confianza en el sistema financiero global.

Otro reto, también palmario, es la fiabilidad y resiliencia de los sistemas. Una caída o parada, por corta que sea su duración, de un mercado, puede tener consecuencias muy graves para los miembros e inversores que intervienen en ese mercado. La robustez de las plataformas informáticas que lo soportan es absolutamente imperativa.

Es también destacable el aumento de la volatilidad inherente a la velocidad con la que se realizan las transacciones, la cual puede llevar a movimientos bruscos en los precios si no se gestiona adecuadamente. Para paliar este problema, los sistemas electrónicos ofrecen herramientas avanzadas para la gestión del riesgo, permitiendo, por ejemplo, que los operadores o las propias plataformas de soporte puedan monitorear posiciones en tiempo real y ajustar estrategias rápidamente. Pero todavía queda mucho por hacer en este terreno.

Por otra parte, las brechas tecnológicas entre grupos de participantes en los mercados pueden ser causa de desigualdad en el acceso a los centros de negociación, cuestión nada baladí por cuanto impacta directamente en la línea de flotación de unos mercados que han de ser ordenados e íntegros como *conditio sine qua non*.

A su vez, este entorno -ha de insistirse- tan sofisticado, hace crecer intensamente las demandas de formación especializada. Aunque con el acceso a recursos educativos *online* y plataformas interactivas, cada vez más potentes, ofrecidas por las instituciones de la enseñanza y las propias entidades financieras, se está facilitando que cada día más personas tengan acceso al aprendizaje sobre inversiones y trading electrónico en condiciones asequibles, la falta de los conocimientos financieros suficientes sigue planteando un desafío de primera magnitud y llena de drama la experiencia de un gran número de inversores.

IV. El Multifacético Fenómeno de la Globalización

El análisis descriptivo precedente, que muestra el paisaje bursátil (y sus aledaños) tal y como se presenta en el primer cuarto del siglo XXI que transitamos, debe enmarcarse, para lograr una visión holística, dentro de un proceso pluridimensional y dinámico que está condicionando y transformando la vida contemporánea a escala mundial: el fenómeno de la Globalización.

Ciertamente, la Globalización abarca la difusión, intercambio y mezcla de ideas, valores, costumbres, tradiciones y estilos de vida entre diferentes culturas; implica el aumento de la interdependencia política entre naciones, donde las decisiones políticas en un país pueden influir en otros, impulsando la cooperación internacional y la creación de organizaciones supranacionales; conecta a personas de diversas partes del mundo a través de redes sociales, migración y comunicación digital, promoviendo un sentido de comunidad global compartida; vincula las cuestiones ambientales a nivel internacional allá donde los problemas requieren soluciones colaborativas entre países debido a su naturaleza transfronteriza; conlleva el intercambio internacional de conocimientos y prácticas educativas, así como a la movilidad estudiantil entre instituciones académicas de diferentes países; implica la interconexión de sistemas de salud a nivel mundial, donde enfermedades y crisis sanitarias pueden propagarse rápidamente entre países, requiriendo respuestas coordinadas; propicia la extensión transnacional del mercado laboral en su más amplio sentido.

En realidad, la globalización es un fenómeno histórico que siempre ha acompañado al ser humano en el transcurso de los tiempos y que ha evolucionado desde las antiguas rutas comerciales hasta la actualidad. Eso sí, en las últimas décadas se ha acelerado vertiginosamente, favorecido por la expansión y adopción de tecnologías avanzadas que facilitan la movilidad en su más amplio sentido, la comunicación instantánea y el consiguiente acceso a la información y al conocimiento en tiempo real, el comercio internacional y la inversión extranjera directa.

Sin embargo, la globalización también conlleva desafíos significativos, tales como la exacerbación de las desigualdades económicas (las empresas e individuos con acceso a recursos y conocimientos adecuados pueden beneficiarse más que aquellos que no tienen estas ventajas), la pérdida de identidades culturales locales, los conflictos entre comunidades basadas en marcos normativos y cosmovisionales diferentes y de difícil conciliación, así como los riesgos asociados con la transmisión de las crisis de toda índole y sus efectos entre las diferentes áreas geográficas del Planeta.

En resumen, la globalización es un fenómeno complejo que transforma las relaciones económicas, sociales y culturales a nivel global, generando tanto oportunidades como desafíos y riesgos para las naciones y sus ciudadanos.

- **La Globalización Económico-Financiera**

Habida cuenta de la materia sobre la que versa este artículo, procede poner el foco en la Globalización en su sentido económico y financiero, aún a riesgo de que muchas reflexiones interesantes, relacionadas, por citar algunos ejemplos, con el mundo del transporte y las cadenas de suministro, la movilidad laboral, o la aparición de una cultura global compartida se queden en el tintero.

Se habla de Globalización económica para designar el proceso de integración que permite la libre circulación de bienes, servicios, capitales y mano de obra entre países, promoviendo un mercado global interconectado.

Por Globalización financiera se entiende la integración de los mercados financieros internacionales, de manera que los flujos de capital cruzan fronteras con facilidad, permitiendo inversiones transfronterizas y aumentando la interconexión entre mercados de valores.

La Globalización económico-financiera sobrevenida en las últimas tres décadas responde, además de a los sensacionales avances tecnológicos, que impregnan todo el proceso globalizador y cuyo análisis y comentario se aborda en diversos apartados a lo largo de este artículo, a una serie de factores que conviene señalar por cuanto inciden en la mayoría de los mercados:

En primer lugar, desde finales del siglo XX, muchos países han adoptado políticas de liberalización económica y financiera que han eliminado restricciones en el flujo de capitales los cuales, gracias a la interconexión de los mercados, pueden moverse cada vez más rápidamente entre fronteras. Dichas políticas incluyen, por ejemplo, la reducción de controles de cambio y la eliminación de barreras arancelarias y cuotas. La liberalización ha permitido que los inversores accedan a mercados extranjeros, diversificando sus carteras y aumentando la liquidez en los mercados financieros receptores. Los acuerdos y tratados comerciales bilaterales y multilaterales han promovido la cooperación económica entre países, han reducido o eliminado los impuestos sobre inversiones extranjeras y han facilitado también el acceso de inversores e intermediarios a mercados extranjeros.

El crecimiento del comercio internacional, por su parte, ha impulsado la globalización financiera. A medida que las empresas buscan expandir sus operaciones a nivel global y/o requieren de cadenas de suministro globales, también requieren financiamiento y servicios financieros que trasciendan las fronteras nacionales.

A su vez, la inversión directa extranjera (IDE) es uno de los principales motores del proceso de globalización. Se refiere a la inversión realizada por una entidad en un país diferente al de su origen, con el objetivo de establecer una presencia duradera en ese mercado. Esto puede incluir la adquisición de activos, la creación de nuevas instalaciones o la expansión de operaciones existentes y facilita la transferencia de tecnología y de conocimientos avanzados y especializados. Esto no sólo beneficia a las empresas receptoras que ven mejorada su capacidad productiva, sino que también impulsa el desarrollo económico local, ya que la IDE puede, por ejemplo, generar empleo en los países receptores al establecer nuevas empresas e instalaciones o expandir negocios ya existentes en dichos países. Además, al establecerse en diferentes regiones, las grandes empresas que realizan la inversión directa pueden adaptarse mejor a las necesidades locales y responder rápidamente a cambios en la demanda del mercado.

Los gobiernos juegan un papel crucial en atraer inversión directa extranjera mediante políticas favorables, tales como incentivos fiscales, acuerdos comerciales y mejoras en infraestructura. Sin embargo, también deben equilibrar estos esfuerzos con regulaciones que protejan los intereses locales, ya que la IDE puede llevar a la explotación laboral si las regulaciones laborales son débiles en el país receptor. Además, existe el riesgo de que las economías locales se vuelvan demasiado dependientes de las inversiones extranjeras, lo que podría afectar su soberanía económica y a su vulnerabilidad ante movimientos de capital financiero motivados por causas exógenas.

La llegada de empresas extranjeras influye notablemente en la cultura local, introduciendo nuevos productos y estilos de vida, pero también puede provocar tensiones socioculturales si se ello percibe como una amenaza a las tradiciones locales. En América Latina se pueden encontrar numerosos ejemplos de uno y otro fenómeno.

La creación y expansión de mercados financieros en diferentes países con economías emergentes han permitido una mayor integración financiera. Las empresas pueden acceder a capital internacional, mientras que los inversores tienen más opciones para diversificar sus carteras.

Algunas instituciones financieras internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, han desempeñado asimismo un papel en la promoción de la globalización financiera. Estas organizaciones han proporcionado asistencia técnica y financiera a países en desarrollo, tratando de fomentar su integración en los mercados globales. Además, han postulado políticas dirigidas a facilitar el comercio y la inversión internacional.

Ha de señalarse también el importante papel que está jugando la innovación financiera: La creación de nuevos productos financieros desde finales del siglo pasado, tales como los derivados, los fon-

dos cotizados en bolsa (ETFs), los productos estructurados y otros instrumentos complejos, ha permitido a los inversores institucionales gestionar riesgos y diversificar sus carteras a nivel global. El aumento en el número y tamaño de estos inversores (e.g., fondos de pensiones, fondos soberanos y fondos de inversión) ha incrementado el volumen y el valor de las operaciones en los mercados financieros globales, elevando su liquidez y propiciando su interconexión.

Y no sólo los inversores institucionales. Los consumidores e inversores de toda índole están cada vez más interesados en oportunidades globales, buscando diversificación geográfica en sus inversiones para conseguir mejores rentabilidades y mitigar riesgos asociados con economías locales más inestables. La comunicación digital y, en particular, las redes sociales han permitido que individuos y empresas se conecten instantáneamente entre ellos y con audiencias globales, facilitando el intercambio de ideas, productos y servicios de toda clase y, por supuesto, entre ellos, los de naturaleza financiera.

- **Los Mercados de Valores y la Globalización**

Como se exponía al comienzo de este artículo, la introducción de los sistemas de contratación electrónicos marcó el inicio de la digitalización de las bolsas de valores que, a partir de ese momento y gracias a los constantes avances tecnológicos, favorecieron y aceleraron la Globalización, la acompañaron en su devenir y, a su vez, se vieron profundamente influenciadas y transformadas por ella. En otras palabras, las bolsas contribuyeron al proceso de Globalización así como éste último ha influido e influye decisivamente en la metamorfosis de aquéllas.

Hoy en día los inversores realizan transacciones bursátiles instantáneamente desde cualquier parte del mundo. Pero para que eso sea posible, los mercados bursátiles han tenido que dejar de funcionar de manera aislada; se han interconectado, o los han interconectado, a través de redes telemáticas que permiten a los inversores comprar y vender instrumentos financieros en diferentes países con facilidad. Esta integración ha llevado a una mayor liquidez en los mercados, lo que significa que los activos pueden comprarse y venderse con más facilidad, sin apenas restricciones y sin afectar significativamente su precio. Pero también implica unas velocidades de transmisión y proceso de transacciones inimaginables hace apenas unos años.

Actualmente, un evento económico acaecido en un lugar del planeta puede tener efectos dominó en las bolsas de valores de cualquier parte del mundo aumentando su volatilidad de manera prácticamente inmediata. Esta es una realidad empírica incontestable. Véanse algunos ejemplos:

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, uno de los puntos álgidos de la crisis financiera global de 2007-2008 (la crisis más grave desde la Gran Depresión que siguió al Crack de octubre del 29), provocó caídas drásticas en las bolsas de valores de todo el mundo. El índice Dow Jones se desplomó más del 50% desde su máximo anterior, y muchas otras bolsas también sufrieron pérdidas más que significativas.

La crisis de la deuda soberana europea (2010-2012) fue un episodio que viene también al caso: La incertidumbre sobre la capacidad de países como Grecia para pagar su deuda llevó a caídas en los mercados bursátiles europeos y afectó a los índices globales. Las preocupaciones sobre la estabilidad del euro también impactaron negativamente en las acciones.

La victoria electoral de Donald Trump (2016), generó un aumento inmediato en los mercados bursátiles estadounidenses debido a sus promesas sobre recortes fiscales y desregulación en sectores como el energético y el financiero, inversiones en infraestructuras y estímulos económicos. El índice Dow Jones y el S&P 500 alcanzaron máximos históricos en los días que siguieron a las elecciones.

También aquí se produjo un efecto contagio. Muchos mercados europeos y asiáticos experimentaron aumentos iniciales debido al optimismo generalizado sobre el crecimiento económico global. La expectativa de políticas favorables al crecimiento produjo flujos significativos de capitales hacia activos considerados de más alto riesgo, como acciones, mientras que algunos inversores retiraron capital de activos considerados más seguros.

En el momento de escribirse estas líneas, el mundo entero está reaccionando al abultado resultado favorable al Partido Republicano en las elecciones celebradas en Estados Unidos el pasado 5 de noviembre de 2024. El aumento de la volatilidad y las subidas o bajadas en los mercados según sectores y situaciones geopolíticas se están observando en los mercados internacionales con absoluta inmediatez y simultaneidad.

Las tensiones comerciales entre EE.UU. y China (2018-2020) llevaron a fluctuaciones significativas en los mercados bursátiles internacionales, afectando no sólo a las acciones de empresas estadounidenses y chinas, sino también la confianza de los inversores en otros mercados emergentes. Además, La guerra comercial tuvo repercusiones en las acciones de empresas con exposición a la cadena de suministro en esas regiones, verbigracia las tecnológicas, y en el mercado de productos básicos, lo que provocó fluctuaciones en los precios de las materias primas y en las divisas. Así las cosas, Los índices bursátiles reaccionaban rápidamente a las noticias relacionadas con las negociaciones comerciales.

La Invasión de Rusia a Ucrania en febrero de 2022 generó volatilidad significativa en los mercados bursátiles globales debido a preocupaciones sobre la estabilidad geopolítica, así como aumentos en los precios del petróleo y gas natural. Los índices bursátiles cayeron inicialmente ante la incertidumbre antes de mostrar cierta recuperación.

El Colapso del Banco Silicon Valley en 2023 generó preocupación sobre la estabilidad del sector bancario y provocó caídas en las acciones bancarias y tecnológicas, afectando negativamente a los índices bursátiles globales.

Además de estos fenómenos de rápido efecto dominó, la Globalización ha hecho posible la aparición de fenómenos de escala mundial que han afectado de pleno y simultáneamente a todos los mercados financieros del Planeta.

Evidentemente, el ejemplo más paradigmático el de la Pandemia de COVID-19. En marzo de 2020, los mercados bursátiles de todo el mundo sufrieron caídas drásticas debido al miedo y la incertidumbre provocados por la propagación del virus. Todas las bolsas experimentaron caídas significativas (el S&P 500 se desplomó más del 30%) en unas pocas semanas. También a unísono, a medida que las economías comenzaron a reabrirse y las vacunas se distribuyeron, los mercados bursátiles experimentaron un fuerte repunte, alcanzando nuevos máximos históricos impulsados por expectativas optimistas sobre el crecimiento económico y como consecuencia de los estímulos fiscales y monetarios masivos.

En respuesta a la inflación creciente post-COVID, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y muchos otros bancos centrales comenzaron a aumentar los tipos de interés, lo que llevó a caídas en los mercados bursátiles debido a temores sobre un posible enfriamiento económico y su impacto en el crecimiento corporativo.

Para continuar este repaso no exhaustivo de los fenómenos cuyo impacto en los mercados financieros se contagia con inmediatez, es interesante hacer referencia a episodios que tienen su origen en una Bolsa de Valores concreta, i.e., en su propio libro electrónico de órdenes, y que igualmente se propagan por el resto de las bolsas y mercados de otras geografías.

El “*Flash Crash*” de 2010 es un caso que ilustra particularmente bien este tipo de eventos: el 6 de mayo de 2010, el mercado estadounidense experimentó una caída repentina y rápida, donde el índice Dow Jones perdió casi 1,000 puntos en menos de 30 minutos. La recuperación también fue muy rápida; el mercado se estabilizó y reparó gran parte de las pérdidas en, aproximadamente, 15 minutos.

Una gran orden de venta por parte de un fondo (Waddell & Reed) que estaba liquidando posiciones en futuros del índice S&P 500 contribuyó a la caída inicial. Los sistemas de *trading* algorítmico y de alta frecuencia (HFT) jugaron un papel crucial durante el *Flash Crash*. Estos sistemas reaccionaron rápidamente a la caída inicial, amplificando la volatilidad al ejecutar órdenes masivas de venta.

A medida que los precios comenzaron a caer, muchos proveedores de liquidez se retiraron del mercado, lo que exacerbó la situación y llevó a una mayor caída en los precios. Como consecuencia muchas acciones experimentaron caídas drásticas e inexplicables en sus precios. Algunas acciones llegaron a cotizar temporalmente a cero o a precios muy bajos antes de recuperarse. El episodio generó una volatilidad sin precedentes en el mercado, lo que llevó a preocupaciones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Muchas bolsas europeas, latinoamericanas y asiáticas también experimentaron caídas significativas en respuesta al *Flash Crash*. La incertidumbre y el miedo generados por la caída del mercado estadounidense afectaron a la confianza de los inversores a nivel global, provocando ventas masivas en otros mercados.

Este suceso provocó una reevaluación de las prácticas de mercado, especialmente el uso de algoritmos y *trading* de alta frecuencia (HFT). Las entidades rectoras de los mercados y los reguladores comenzaron a investigar cómo estas prácticas podrían haber contribuido a la volatilidad extrema y si era necesario implementar nuevas normativas para mitigar riesgos similares en el futuro. Mecanismos de protección, como los “corta-circuitos” (*Circuit Brakers*) automáticos, que detienen el *trading* en caso de alteraciones excesivas y bruscas de los precios, se encuentran entre las medidas adoptadas.

- **La Globalización y los Mercados Iberoamericanos**

En todos los casos que se han referido, las Bolsas de Iberoamérica padecieron el efecto contagio y experimentaron aumentos de volatilidad significativos. Sin embargo, en la historia también se han dado ocasiones en las que el origen de la crisis tuvo lugar en países iberoamericanos y desde ahí se esparcieron los efectos hacia los mercados globales.

Por ejemplo, finalizando el siglo pasado, Argentina experimentó un período prolongado de recesión económica, alta deuda externa y un tipo de cambio fijo con el dólar estadounidense.

En diciembre de 2001, el país declaró el *default* sobre su deuda soberana, lo que resultó en protestas masivas y cambios políticos significativos. La economía colapsó, con una fuerte contracción del PIB. La crisis argentina generó preocupaciones sobre la sostenibilidad de las políticas económicas en otros países latinoamericanos y afectó la confianza global hacia los mercados emergentes.

Años antes ya se había vivido la que se conoció como “la crisis del tequila” o “el efecto tequila”: La crisis comenzó en México tras la abrupta devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994. Esto fue precedido por un déficit fiscal creciente y una balanza de pagos insostenible. La devaluación provocó una fuga masiva de capitales y una crisis bancaria. El gobierno mexicano tuvo que solicitar ayuda financiera al Fondo Monetario Internacional para estabilizar su economía. La crisis

generó temores sobre la estabilidad económica en otros mercados emergentes y provocó caídas en las bolsas internacionales.

Por concluir estas breves referencias a las consecuencias derivadas de la interconexión entre los mercados iberoamericanos y el entorno global, parece oportuno traer a colación esos acontecimientos de origen remoto y de una naturaleza específica que, a su vez, actúan como detonante de crisis de naturaleza diferente cuando llegan otras regiones del Globo como Iberoamérica.

Ya se ha hecho referencia a la crisis financiera global de 2007-2008 y no es materia de este artículo analizar sus causas. Parece que hay consenso respecto a que políticas monetarias expansivas que siguieron a la burbuja tecnológica y los ataques del 11 de septiembre y el exceso de liquidez; la concesión de hipotecas a prestatarios con bajo historial crediticio (*subprime*); la titulización que permitió a los bancos empaquetar hipotecas en valores (*Mortgage-backed securities* -MBS-) a los que las agencias de *rating* otorgaron calificaciones incomprensiblemente altas que confundieron a los inversores sobre su verdadero riesgo; la corriente imperante hacia la desregulación del sector financiero que permitió a las instituciones financieras operar con menor supervisión; la proliferación de *credit default swaps* (CDS), derivados financieros sobre incumplimientos crediticios y, por último, y como consecuencia del fácil acceso al crédito, la burbuja inmobiliaria provocaron esta crisis de esencia financiera.

No obstante, sí resulta pertinente destacar cómo una crisis, como se ha insistido, de naturaleza meramente financiera en origen, golpeó a los países de América Latina de una manera muy particular: los países de la Región habían experimentado un crecimiento robusto durante los años previos gracias al auge de las materias primas. Pues bien, la crisis llevó a una caída drástica en los precios de las materias primas, afectando gravemente a las economías de países como Brasil o Perú hasta hacerlas entrar en recesión.

V. Regulación y Supervisión de Mercados de Valores en un Entorno Globalizado

El nuevo paisaje que ofrecen los mercados financieros, digitalizados y globalizados según se ha descrito, plantea desafíos muy importantes en lo concerniente a la regulación y la supervisión a la hora de preservar la integridad de los mercados y la estabilidad financiera.

La digitalización hace que las autoridades tengan que monitorear la actividad de los mercados en tiempo real para detectar actividades sospechosas o manipulaciones y, para ello, han de exigir a sus supervisados que incorporen herramientas en sus plataformas para ayudar a cumplir con las normativas vigentes por medio de medidas preventivas, controles *ex ante* y *ex post*, y todo ello de manera prácticamente automáticamente a veces. En este sentido, de la misma manera que los mercados se transforman apoyándose en los avances tecnológicos, los reguladores y los supervisores no pueden quedarse atrás en el ritmo de innovación.

Por otra parte, es evidente que, a medida que los mercados se interconectan, las diferencias en las normativas entre países pueden crear confusión, incertidumbre, inconsistencias, riesgos, zonas grises, vacíos legales, elementos todos ellos que complican la operativa bursátil. Los inversores y las instituciones financieras deben navegar por las procelosas aguas de un entorno normativo complejo, que varía significativamente entre regiones.

Estas diferencias de regulación entre países o regiones dan lugar a oportunidades para el arbitraje normativo, donde los participantes en el mercado podrían buscar operar bajo regulaciones más laxas, lo que implicaría poner en riesgo la estabilidad financiera general. Y es que las entidades que funcionan en entornos menos regulados pueden tener ventajas competitivas sobre aquellas que

cumplen con regulaciones más estrictas, distorsionándose el mercado por motivo de esta competencia desleal.

A mayor abundamiento, la supervisión efectiva de instituciones financieras que trabajan a nivel transnacional es un desafío significativo. Los mercados de valores son globales, pero la regulación sigue siendo predominantemente local. Esto puede resultar en una falta de visibilidad sobre las actividades transfronterizas.

La falta de coordinación entre los reguladores y supervisores de diferentes países puede dificultar la identificación y gestión de riesgos potenciales y/o sistémicos. Dicho de otra forma, un problema acaecido en un país concreto puede tener repercusiones en otras naciones si no hay mecanismos adecuados para compartir información y coordinar respuestas. Por otra parte, las instituciones financieras multinacionales suelen tener estructuras complejas que dificultan la evaluación del riesgo total por parte de los reguladores y los supervisores locales.

Por si fuera poco, la innovación financiera ha llevado al desarrollo de instrumentos financieros complejos (e.g. productos derivados y valores respaldados por activos), que pueden ser difíciles de regular y supervisar. Algunos de estos productos financieros complejos carecen de transparencia, lo que dificulta su valoración y aumenta el riesgo de contagio durante períodos de tensión financiera. Además, la complejidad puede ocultar interconexiones entre instituciones financieras, lo que hace difícil identificar cómo un problema que se presenta en una entidad podría afectar a otras.

Adicionalmente, muchas *fintechs* operan fuera del marco normativo tradicional, lo que plantea preguntas sobre cómo deben ser supervisadas y qué estándares deben cumplir. A medida que estas empresas continúan rebasando los modelos de negocio tradicionales, los reguladores se ven impedidos a repensar cómo aplicar leyes existentes y a desarrollar nuevas normativas que garanticen la seguridad y la equidad en los servicios financieros.

En este mismo sentido, a medida que las criptomonedas continúan proliferando y, con ellas, el desafío a las normas del sistema financiero tradicional, la necesidad de regulaciones claras y efectivas se vuelve cada vez más urgente. Los reguladores en todo el mundo están luchando por encontrar un equilibrio entre no obstaculizar la innovación y, al tiempo, garantizar la seguridad financiera y proteger a los inversores.

En 2021, la SEC lanzó iniciativas para aumentar la supervisión sobre las criptomonedas, destacando la necesidad de una mayor regulación en este espacio. Sin embargo, el colapso de la plataforma de intercambio de criptomonedas FTX en 2022 puso de manifiesto que la falta de regulación en el mercado de criptomonedas y la vulnerabilidad de los inversores ante fraudes y manipulaciones persistía. Este suceso ha revigorizado la voluntad de reguladores para establecer marcos regulatorios claros y coherentes.

En esa línea, en 2023, varios países han intensificado su empeño en regular las criptomonedas. La Unión Europea ha implementado el Reglamento sobre Mercados en Criptoactivos (MiCA), que busca proporcionar un marco claro para la emisión y el comercio de criptomonedas, mientras que la SEC de EE.UU. ha redoblado sus esfuerzos para clasificar los activos digitales y establecer un marco legislativo que garantice la protección del inversor.

A su vez, la digitalización del sector financiero, tal y como ya se ha apuntado, también ha provocado exposición a riesgos cibernéticos, lo que requiere una regulación y una supervisión específica para proteger tanto a consumidores como a sistemas financieros.

En otro orden de cosas, la lucha contra el blanqueo de capitales (AML) y el financiamiento del terrorismo (CFT) se ha convertido en una prioridad para los reguladores financieros. Las bolsas de valores han implementado controles más estrictos para monitorear las transacciones que puedan estar vinculadas a actividades ilícitas. Las directivas del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) han sido implementadas por numerosas jurisdicciones, obligando a las bolsas de valores y a los intermediarios financieros a establecer controles más estrictos en cuanto a la verificación de identidad de los clientes y el origen de sus fondos -"conozca a su cliente" (KYC)- y la vigilancia de transacciones sospechosas. Un ejemplo notable de los desafíos que enfrenta el sistema es el caso del banco suizo UBS, que en 2019 fue multado por autoridades francesas por su participación en un esquema de evasión de impuestos y blanqueo de dinero. Este y otros casos similares han llevado a una mayor presión para que las bolsas de valores globales y los intermediarios financieros implementen políticas estrictas de monitoreo y reporte a las autoridades.

Asimismo, la Globalización está favoreciendo que se abra camino (todavía a distinto ritmo y con diferente contundencia según se trate de unos entornos geopolíticos u otros) la legislación ESG (ambiental, social y de gobernanza) con un creciente impacto en las inversiones bursátiles. Un ejemplo de cómo la legislación ESG ha impactado el mercado es la reciente directiva europea sobre divulgación de sostenibilidad en el sector financiero (SFDR), que obliga a los gestores de fondos a divulgar cómo integran los factores ESG en sus decisiones de inversión. Ello ha incrementado la transparencia y ha estimulado la creación de productos financieros sostenibles, lo que también ha presionado a las empresas cotizadas para que presten más atención a su desempeño en estas áreas. En 2023, más de 1.600 empresas que cotizan en bolsa en EE.UU. se comprometieron a seguir las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD).

- **El impacto de la crisis financiera global de 2007-2008 en la regulación de los mercados**

La crisis de 2007-2008 ha sido un extraordinario catalizador de transformación en la regulación de los mercados de valores que amerita un análisis específico. Así como la crisis financiera asiática de 1997 (también conocida como "la crisis del baht"), por ejemplo, había puesto de manifiesto la vulnerabilidad de los mercados emergentes a los flujos de capital especulativo, la crisis de financiera global de 2007/2008, provocó una profunda reformulación de las legislaciones financieras en todo el mundo marcando un antes y un después en la regulación de los mercados financieros.

Hasta entonces, las reacciones de los reguladores y supervisores a las crisis, salvo excepciones, habían sido actuaciones tardías: muchos reguladores reaccionaban con demora ante señales claras de inestabilidad financiera. Ello resalta la necesidad histórica de marcos regulatorios más proactivos. Adicionalmente, las respuestas a crisis solían ser reactivas y *ad hoc*, lo que frecuentemente llevaba a soluciones temporales y dirigidas a los síntomas, sin abordar las causas subyacentes.

El colapso de Lehman Brothers y la implosión de los mercados hipotecarios *subprime* pusieron de manifiesto las debilidades en la supervisión y regulación de las instituciones financieras. En respuesta, los gobiernos y organismos reguladores de todo el mundo introdujeron reformas de calado destinadas a aumentar la transparencia y reducir el riesgo sistémico.

Tras la crisis financiera de 2008, quedó claro que muchos de los riesgos asumidos por grandes instituciones, como los derivados complejos, no eran suficientemente transparentes para los inversores ni para los reguladores. Consecuentemente, las nuevas regulaciones introdujeron estrictos requisitos de divulgación de información sobre los precios de los activos, los costes de las transacciones y los riesgos asociados. Esta mayor transparencia ha permitido a los inversores tomar decisiones más informadas y ha reducido las posibilidades de prácticas engañosas en los mercados financie-

ros. Además, el concepto de “*compliance*” se ha vuelto crucial en la operativa de los actores bursátiles. El cumplimiento normativo ya no es una simple formalidad; ahora requiere la implementación de sofisticados sistemas de gestión de riesgos y monitoreo para garantizar que se cumplan las regulaciones. Casos de incumplimiento, como el escándalo de lavado de dinero que involucró al banco danés Danske Bank en 2018, muestran las graves consecuencias reputacionales y financieras a las que las instituciones se enfrentan si no siguen los estándares adecuados.

- La Ley Dodd-Frank

En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank fue aprobada en 2010 demostrando una velocidad de reacción infinitamente superior a la de, por ejemplo, los legisladores europeos e iberoamericanos. Entre sus disposiciones clave se incluyeron la creación de la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y la imposición de restricciones al *trading* por cuenta propia (*prop trading*) a través de la “Regla Volcker” que, por su trascendencia a nivel global, merece un comentario, aunque sea breve:

La Regla Volcker -así denominada en honor a Paul Volcker, ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos- es, como se ha avanzado, una regulación financiera que forma parte de la “Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor”. La regla tiene como objetivo principal limitar el riesgo que los bancos pueden asumir, en aras de proteger el sistema financiero en su conjunto.

La regla prohíbe a los bancos comerciales realizar operaciones de negociación por cuenta propia, es decir, comprar y vender activos financieros con el capital del banco con el fin de obtener beneficios. Esto se considera peligroso en tanto que puede llevar a conflictos de interés entre los bancos y sus clientes.

La regla también impone restricciones a las inversiones que los bancos pueden hacer en fondos de cobertura (*hedge funds*) y fondos de capital privado (*private equity*). Los bancos no pueden invertir más del 3% de su capital en estos tipos de fondos, lo que busca limitar su exposición al riesgo.

Al restringir las actividades más arriesgadas, la Regla Volcker busca proteger el sistema financiero en su conjunto y evitar que las pérdidas significativas en un área específica afecten a otras partes del sistema o conduzcan a una crisis financiera generalizada.

La complejidad de la norma llevó a dificultades en su interpretación y cumplimiento por parte de las instituciones financieras. Algunos críticos argumentan que la regla podría limitar la liquidez en los mercados financieros y afectar negativamente la capacidad de los bancos para gestionar riesgos. También se ha señalado que podría dar lugar a una menor competitividad frente a instituciones no bancarias que no están sujetas a las mismas restricciones.

Desde su introducción, la Regla Volcker ha tenido un impacto significativo en cómo operan los bancos comerciales. Se ha observado una reducción en ciertas actividades consideradas altamente especulativas dentro del sector bancario, lo que contribuye a una mayor estabilidad financiera. Por otra parte, los bancos han ajustado sus estrategias comerciales para cumplir con las nuevas regulaciones, lo que ha llevado a un cambio en cómo gestionan sus carteras e inversiones, incluyendo ajustes en cómo manejar los riesgos asociados con derivados y otras operaciones complejas.

Por lo demás, la Ley Dodd-Frank también impuso mayores requisitos de capital para los grandes bancos y estableció nuevos procedimientos para liquidar instituciones financieras en caso de insolvencia.

Algunos inversores extranjeros expresaron preocupaciones sobre la complejidad y el alcance de las regulaciones impuestas por Dodd-Frank, lo que podría haber afectado su disposición a invertir en mercados estadounidenses o a participar en transacciones transfronterizas.

No obstante lo anterior, la Ley Dodd-Frank influyó en la creación de nuevas regulaciones a nivel mundial. Muchos países comenzaron a revisar y reformar sus propios marcos legislativos para alinearse con las mejores prácticas establecidas por Dodd-Frank, especialmente en áreas como la supervisión bancaria y la regulación de derivados.

Respecto de esto último, la Ley Dodd-Frank introdujo requisitos más estrictos para el comercio de derivados, incluyendo la obligación de negociar ciertos derivados a través de mercados regulados y liquidarlos mediante cámaras de compensación para mitigar el riesgo de contraparte. Esto tuvo un efecto dominó en otros mercados financieros internacionales, donde se adoptaron medidas similares.

En particular, algunos países emergentes tomaron inspiración de la Ley Dodd-Frank para implementar sus propias reformas financieras, buscando fortalecer sus sistemas financieros internos y protegerse contra crisis futuras. Su influencia se sintió en Iberoamérica a través de reformas regulatorias, mejoras en la supervisión financiera y un enfoque renovado hacia la estabilidad económica y financiera. Los países iberoamericanos han tomado nota de las lecciones aprendidas durante la crisis financiera global de 2007/2008 y han buscado adaptar sus sistemas financieros para mitigar riesgos futuros.

La ley fomentó una mayor cooperación entre reguladores financieros internacionales: Organismos como el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board -FSB*) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) trabajaron para armonizar las regulaciones y mejorar la supervisión transfronteriza.

En concreto, el G20, tras la crisis financiera global de 2007-2008, lideró la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, que actúa como coordinador entre las principales economías mundiales para establecer estándares regulatorios globales. A través de esta cooperación, se ha buscado mejorar la supervisión de instituciones financieras que operan en múltiples países, mitigando los riesgos asociados a la interconexión financiera global.

- Basel III

Por su parte, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea introdujo, en el año 2013, Basel III, un conjunto de normas, acordadas internacionalmente, diseñadas para mejorar la resiliencia del sistema bancario, (i.e., aumentar la capacidad de los bancos para absorber pérdidas y resistir choques económicos), contribuyendo a la estabilidad financiera general.

Basel III busca asegurar que los bancos mantengan un nivel adecuado de capital de alta calidad, lo que significa que deben tener más capital en relación con sus activos ponderados por riesgo. Introduce un ratio mínimo de apalancamiento del 3%, que limita el nivel total de deuda en relación con el capital propio, independientemente del riesgo.

Además, se pretende mejorar las prácticas de gestión de riesgos en las instituciones financieras, asegurando que los bancos tengan sistemas adecuados para identificar, medir y gestionar contingencias.

Basel III promueve una mayor transparencia en el sistema financiero, lo que permite a los inversores y al público en general tener una mejor comprensión del perfil de riesgo y la salud financiera de las instituciones bancarias.

Al establecer requisitos más estrictos para el capital y la liquidez, Basel III busca reducir el riesgo sistémico en el sistema financiero global.

Basel III obliga a los bancos a mantener mayores reservas en caso de crisis financieras: se introducen “*buffers*” o colchones adicionales sobre los requisitos mínimos, incluyendo un colchón contra riesgos sistémicos y un colchón anticíclico, que varía según las condiciones económicas.

En suma, Basel III representa un esfuerzo internacional significativo para abordar las debilidades identificadas durante la crisis financiera global de 2007-2008 al establecer estándares más altos para el capital, la liquidez y la gestión del riesgo en el sector bancario. Su implementación busca no solo proteger a las instituciones individuales, sino también contribuir a la estabilidad financiera global al reducir el riesgo sistémico.

Basel III, siendo un marco normativo diseñado para fortalecer la regulación y supervisión del sector bancario, ha tenido una influencia notable en las bolsas de valores y en los mercados financieros en general:

Al mejorar la resiliencia del sistema bancario, Basel III ha contribuido a aumentar la confianza de los inversores en los mercados financieros. Una banca más sólida reduce el riesgo de crisis financieras, lo que puede llevar a una mayor inversión en acciones y otros activos.

Por otra parte, los requisitos de liquidez establecidos por Basel III (como el *Liquidity Coverage Ratio* y el *Net Stable Funding Ratio*) han llevado a los bancos a mantener mayores reservas de activos líquidos, afectando a su capacidad para participar activamente en los mercados de capitales, e influyendo, por ende, en la liquidez general del mercado.

Respecto a su cotización en los mercados, los bancos y, en general, las instituciones financieras directamente afectadas por Basel III, (e.g., las compañías aseguradoras) se ven impactadas en sus márgenes operativos y en su rentabilidad, lo que a su vez se refleja en el precio de sus acciones y en el comportamiento general de los índices bursátiles.

Con la implementación de Basel III, los bancos, por su parte, se han vuelto más cautelosos al otorgar préstamos debido a los nuevos requisitos de capital y liquidez. Esto puede resultar en un aumento en los costos de financiamiento para las empresas, lo que influye en sus decisiones de inversión y, consecuentemente, en su participación en las bolsas.

Además, al realizar los bancos evaluaciones más rigurosas del riesgo crediticio antes de otorgar financiamiento, la valoración de las acciones de empresas que dependen fuertemente del crédito para financiar su crecimiento se puede ver afectada.

Finalmente, un sistema bancario más robusto puede atraer inversiones extranjeras directas hacia países con regulaciones sólidas como las establecidas por Basel III, lo que puede tener un efecto positivo sobre las bolsas locales.

En resumen, Basel III ha tenido un impacto significativo en las bolsas de valores al contribuir a una mayor estabilidad financiera, modificar el comportamiento tanto de bancos como de inversores y afectar la dinámica del financiamiento empresarial. Aunque su enfoque principal es el sector banca-

rio, sus efectos se extienden a todo el ecosistema financiero, influyendo así en cómo funcionan las bolsas y cómo se comportan los mercados financieros globalmente.

-La MiFID II - MiFIR y el *Trading* en los Mercados Europeos

Un análisis crítico mínimamente riguroso de este marco jurídico, aun circunscribiéndolo estrictamente a las disposiciones que aquí hacen al caso, que son las que atañen a la organización y funcionamiento de los mercados (i.e., ámbitos de negociación, transparencia pre y post contratación, comunicación de operaciones -*transaction reporting*-, etc.), exigiría, por sí mismo, un ensayo de la extensión del presente artículo cuando menos por lo que, en esta ocasión, ha de anticiparse que el tema será sólo esbozado con algunos apuntes de trazo grueso.

Así como la ley Dodd-Frank fue una rápida reacción de los reguladores estadounidenses a la crisis financiera global de 2007-2008, cabría decir que el Legislador de la Unión Europea se tomó el asunto con más parsimonia, si no con negligencia. Y eso que la elaboración de la MiFID II – MiFIR se abordó mediante un procedimiento conocido como “Proceso Lamfalussy” de desarrollo legislativo, aprobado por el Consejo Europeo en marzo de 2001, que fue alumbrado por un comité de siete expertos (*wise men*, i.e., “hombres sabios”) y una de cuyas principales finalidades era acelerar la elaboración y aprobación de las medidas reguladoras de los mercados financieros habida cuenta de la naturaleza rápidamente cambiante de éstos.

Pues bien, desde que en el año 2009 la Unión Europea se vio impulsada por la Crisis Financiera Global a revisar el marco normativo para los mercados financieros e identificó la necesidad de reformar la entonces vigente MiFID hasta que la MiFID II – MiFIR entró en vigor, transcurrieron la friolera de nueve años.

Ya la primera MiFID, que formaba parte del Plan de Acción de Servicios Financieros (en inglés, FSAP) de 1999, con la que se estrenó el Proceso Lamfalussy, había tardado siete años en elaborarse, aprobarse e iniciar su vigencia. Hubiera merecido la pena si tras ese largo período se hubiera logrado una legislación robusta y eficaz, pero la Crisis Financiera Global, que actuó como *stress test* de la Directiva, evidenció todo lo contrario. Puede afirmarse sin ambages que la MiFID fue un auténtico fiasco y puso de manifiesto la enorme distancia existente entre los políticos, técnicos y burócratas de Bruselas y la realidad de los mercados financieros, además de la permeabilidad de los funcionarios de la Comisión Europea al *lobby* bancario de “la Citi” de Londres.

Para disipar cualquier duda sobre la afirmación anterior basta acudir a la Exposición de Motivos de la “MiFID review” de 2011, en la que la propia Comisión Europea reconoce, entre los problemas puestos de manifiesto por la Crisis, y que la Directiva no supo anticipar, la opacidad del sistema financiero en general, la excesiva discrecionalidad de los Estados Miembros de la Unión, la falta de regulación de instrumentos distintos de acciones, la no previsión de innovación tecnológica financiera, la fragmentación del mercado, el deficiente acceso a la información y la desventaja competitiva de los centros de negociación frente a otros ámbitos de contratación (e.g., *OTC*, *BCNs*, etc.). Y todo ello a pesar del tiempo empleado en la elaboración de la directiva y del inmenso coste que supuso para las entidades financieras su implementación.

La Directiva MiFID II (Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros) y el Reglamento MiFIR (Reglamento sobre Mercados de Instrumentos Financieros), conocidos conjuntamente como MiFID II – MiFIR, responden a los objetivos de aumentar la transparencia, proteger a los inversores, reforzar la estabilidad de los mercados financieros y promover la competencia sin menoscabar la integridad del mercado en su conjunto.

Para aumentar la transparencia, la norma impone la obligación de publicar información sobre precios y volúmenes antes y después de la negociación, establece un régimen de comunicación de operaciones (*transaction reporting*) a las autoridades aplicable tanto a centros de negociación como a operaciones OTC y extiende las obligaciones de transparencia a una gama más amplia de instrumentos financieros; además restringe el uso de plataformas de negociación opacas (o dark pools) que estaba resultando abusivo y, en general, favorece que una parte mayor de la contratación se concentre en los mercados organizados (ya sean regulados o alternativos). Para mejorar la protección de los inversores se establecen requisitos para que las empresas financieras diseñen y comercialicen productos adecuados al perfil y las necesidades de los diferentes tipos de clientes, al tiempo que se las obliga a desglosar claramente los costes de los servicios ofrecidos. Para promover la estabilidad del mercado se dispone, por ejemplo, la supervisión y control del trading algorítmico y de alta frecuencia (HFT) para mitigar los riesgos asociados a este tipo de negociación y se regulan mucho más estrictamente los mercados de productos derivados.

Por lo que se refiere a la promoción de centros alternativos de negociación (MTFs y OTFs) y la organización de la competencia entre éstos y los mercados regulados (i.e., las bolsas) con la consiguiente fragmentación de la liquidez, MiFID II – MiFIR reincide en el mismo error que la norma que la precedió: considera que la coexistencia de múltiples centros de negociación, toda vez que se cumplan las obligaciones de transparencia en tiempo real y de “mejor ejecución” (*best execution*) no perjudicará a la integridad del mercado por lo que la eficiente formación de precios estará preservada.

Nada más lejos de la realidad. Este razonamiento teórico aparentemente impecable se estrella al trasladarse al terreno de la práctica, y lo hace porque MiFID II – MiFIR contiene disposiciones que favorecen que unos centros de negociación (usualmente los centros alternativos) parasiten *-free riding-* la formación de precios que tiene lugar en los otros (generalmente las bolsas). Si a esto se añade una regla de “mejor ejecución” tan sofisticada como ineficaz -por soslayable-, el resultado es un entorno competitivo injusto (*unlevel playing field*) con la liquidez fragmentada y una calidad de formación de precios muy mermada al sustraer de la misma todas las transacciones que no se realizan en los mercados regulados.

Una de las disposiciones que han hecho posible el *free riding* es la que se refiere a la **“obligación de ofrecer datos de mercado en condiciones no discriminatorias”**. De acuerdo con la interpretación que se ha impuesto, esta regla implica que el centro de negociación que forma los precios ha de vender sus flujo de datos en tiempo real (la *Datafeed*) bajo términos y condiciones transparentes y no discriminatorios a cualquier parte interesada, con independencia de si el comprador es competidor del proveedor y va a utilizar los datos para aprovecharse de su Formación de Precios y, con ello, garantizarse que la contratación en su centro se comportará de forma ordenada, sin apenas tener que gastar en supervisión; pudiendo configurar “collares” de precios para filtrar el flujo de órdenes; replicando las horquillas (*“bid ask spread”*) del proveedor y permitiendo a sus clientes adherir órdenes a dichas horquillas *“order pegging”*; y todo ello evitando los riesgos de litigio y reputacional ya que, si algo malo ocurre, la culpa se traslada al mercado formador de los precios.

Obviamente, una práctica como la descrita ahorra costes sustanciales al centro de negociación que se aprovecha, y estos ahorros pueden emplearse para implementar incentivos tales como el esquema tarifario *“maker taker”*, competir deslealmente en tarifas con el propio mercado al que se parasita, convertirse en un mercado “aguas abajo” (*downstream market*) de facto e, incluso, distorsionar la competencia en el sector de *Market Data* ofreciendo como propietario un flujo de datos de mercado que, en realidad, es un derivado de los datos del mercado parasitado.

Actualmente MiFID II – MiFIR se encuentra en revisión. Ahora bien, los trabajos en curso dirigidos a implementar medidas como, por ejemplo, el uso de proveedores de información consolidada (*consolidated tape providers*) como la gran solución para la transparencia del mercado, en un mundo en

el que la más mínima latencia es absolutamente crítica, y cuando las distancias geográficas entre los centros de negociación en Europa aseguran que la información consolidada, por física, siempre llegará con retraso, no ayudan a ser muy optimistas sobre el futuro de esta regulación en esta materia.

Con todo, justo es reconocer que MiFID II – MiFIR ha incorporado mejoras importantes en materia de transparencia, protección del inversor y estabilidad de los mercados.

La otra cara de la moneda es el alto coste que ha supuesto para las empresas financieras, especialmente para las pequeñas y medianas, que han tenido que realizar cuantiosas inversiones en tecnología y sistemas de reporte, y en contratación y formación de personal para adaptarse.

Por otra parte, persisten discrepancias en la implementación de MiFID II/MiFIR entre los Estados miembros de la Unión Europea, lo que compromete la uniformidad del marco normativo.

Finalmente, la inadecuada regulación de la competencia entre entornos de contratación y centros de negociación ha llevado a una fragmentación del mercado y a la consiguiente dispersión de la liquidez, ha obstaculizado la eficiente formación de precios y ha favorecido prácticas como la parasitación de unos centros de negociación por otros. Como más adelante se verá, las bolsas más importantes de la Unión han reaccionado controlando daños a través de operaciones corporativas, produciéndose una consolidación de centros de negociación que es poco probable que estuviera en las aspiraciones del Legislador.

• **Cooperación Internacional en Regulación y Supervisión**

Los problemas de regulación y de supervisión en los mercados de valores interconectados son complejos y poliédricos. En un mundo globalizado, las operaciones financieras no están restringidas por fronteras nacionales.

Para abordar este desafío, es esencial el fomento de una mayor cooperación internacional entre reguladores, el desarrollo de marcos legislativos coherentes y adaptables, y garantizar, mediante una supervisión adecuada sobre entidades y productos financieros innovadores. Solo así se podrá mitigar el riesgo sistémico y promover un sistema financiero global más estable y resiliente.

Organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, que proporciona asistencia técnica y financiamiento para mejorar las capacidades regulatorias, están desempeñando desde hace mucho tiempo un papel activo en la promoción de políticas que apoyen un sistema financiero más robusto y resiliente.

Desde la crisis financiera global de 2007-2008, se han realizado esfuerzos significativos para mejorar la regulación y supervisión de los mercados financieros a nivel global. Instituciones como el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Banco de Pagos Internacionales (BIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) han desempeñado un papel crucial en la promoción de estándares de regulación comunes y en la facilitación del intercambio de información entre jurisdicciones.

Por ejemplo, el Grupo de Trabajo sobre Finanzas Sostenibles, establecido por el FSB, busca desarrollar recomendaciones sobre cómo integrar consideraciones climáticas en el sistema financiero. La colaboración entre reguladores es fundamental para crear un marco coherente que guíe las inversiones sostenibles.

Organismos como IOSCO, por su parte, han trabajado en conjunto con reguladores nacionales para desarrollar principios que guíen la regulación de activos digitales. Esto incluye compartir mejores prácticas y enfoques normativos para mitigar riesgos asociados con las criptomonedas.

Las plataformas como el Global Financial Innovation Network (GFIN) permiten a los reguladores compartir información sobre innovaciones financieras y coordinar pruebas piloto transfronterizas para nuevas tecnologías.

A nivel regional existen organizaciones que tratan de fomentar la colaboración transfronteriza entre las autoridades reguladoras y supervisoras y promover la adopción de los estándares internacionales y de las mejores prácticas en sus respectivas áreas geográficas de influencia.

A esta categoría pertenece el propio Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), que celebra en estos días el vigésimo quinto aniversario de su fundación, y cuyo objetivo es facilitar la cooperación entre las entidades reguladoras y los participantes del mercado en los países iberoamericanos, fortaleciendo las capacidades técnicas y profesionales de los reguladores y otros actores del mercado y difundiendo estándares y buenas prácticas en la normativa y supervisión de los mercados de valores.

En todo caso, a pesar del progreso logrado, la cooperación internacional en materia de regulación y supervisión de los mercados de valores se sigue enfrentando a una serie de obstáculos muy relevantes. Las diferencias en marcos legislativos entre países pueden dificultar la implementación efectiva de estándares internacionales. A su vez, algunos países pueden ser reacios a ceder parte de su autoridad reguladora o adoptar normas internacionales debido a preocupaciones sobre su soberanía nacional. Otros países pueden resistirse a adoptar normativas internacionales debido a inquietudes sobre su impacto en el crecimiento económico local o la competitividad. Por otra parte, no todos los países tienen la capacidad institucional necesaria para implementar y hacer cumplir normativas complejas. Y todo ello en un contexto en el que la rápida evolución tecnológica presenta nuevos riesgos que requieren respuestas cada vez más ágiles y coordinadas por parte de las autoridades reguladoras y supervisoras.

VI. Operaciones Corporativas

Con el fin de responder a los profundos cambios acaecidos en el nuevo entorno global y mejorar la eficiencia, expandir su alcance, aumentar el valor de la empresa y hacerse más competitivas, las Bolsas de Valores, y también en parte los sistemas alternativos de negociación, se han visto abocados a acometer importantes operaciones corporativas de toda índole (i.e., estructurales, financieras y estratégicas) que han afectado a su organización, su valor y la percepción que tienen los inversores sobre estas entidades.

En el caso particular de las Bolsas, a pesar de las voces que advertían sobre el surgimiento de conflictos de interés (cuestionando la compatibilidad entre el ánimo de lucro de sus nuevos propietarios y las funciones públicas de vigilancia del mercado -que implica costes sustanciales y no reporta ingresos-; o el hecho de que las bolsas fueran rectoras de un mercado en el que participan como emisoras) con el cambio de siglo se produjo una ola generalizada de desmutualizaciones y privatizaciones. Las bolsas pasaron de ser entidades estatales o semi-estatales, o corporaciones en poder de sus miembros (e.g., en el caso de España, de los agentes de cambio y bolsa), hasta convertirse en empresas que cotizan en el propio mercado que rigen y gestionan.

La privatización y salida a bolsa han sido pasos cruciales para muchas bolsas alrededor del mundo que han transformado la forma en que operan estos mercados, permitiendo mejorar su funciona-

miento, atraer inversiones y adaptarse a un entorno financiero global cada vez más competitivo. Estos procesos han contribuido al desarrollo, modernización y eficiencia del sistema financiero internacional al fomentar la competencia, mejorar la eficiencia operativa y aumentar la confianza del inversor.

Además, han permitido a las bolsas captar capital adicional para invertir en tecnología e infraestructura. Y es que las bolsas deben adaptarse constantemente para competir no sólo entre sí, sino también con plataformas electrónicas emergentes y mercados y plataformas globales que ofrecen alternativas atractivas para los inversores.

Convertirse en empresas cotizadas las ha obligado a cumplir con regulaciones más estrictas, lo que aumenta la confianza del inversor tanto local como internacional. Las salidas a bolsa también han llevado a un mayor enfoque en la gobernanza corporativa y la responsabilidad ante los accionistas.

En las próximas líneas se ofrecen algunos casos significativos. Aun no tratándose de una lista completa, da una idea de hasta qué punto las privatizaciones y salidas a bolsa de las propias bolsas constituyó un fenómeno de magnitud global.

La primera Bolsa en convertirse en una empresa cotizada fue la Bolsa Australiana (ASX). Creada en 1987 mediante la fusión de las seis bolsas del país, fue establecida como una empresa pública hasta que en 1998 fue privatizada y, tras completar su oferta pública inicial (*Initial Public Offer*, IPO) en aquel octubre, sus acciones comenzaron a contratarse en su propio mercado.

La Bolsa de Nueva York (NYSE) fue una entidad privada desde su fundación oficial en 1817, pero en 2006 se convirtió en una empresa cotizada al fusionarse con la plataforma electrónica Archipelago Exchange.

NASDAQ fue fundada como una red electrónica para cotizar acciones en 1971. Originalmente era parte de la Asociación Nacional de Agentes de Bolsa (NASD). Se convirtió en una empresa pública en 2002. Desde entonces, ha crecido significativamente y ha adquirido otras plataformas y bolsas.

CBOE Global Markets (anteriormente Chicago Board Options Exchange), uno de los grupos más significativos del entorno bursátil mundial actual, nació como mercado de opciones y futuros, no como una bolsa tradicional, y se privatizó y salió a cotizar en 2010.

En Europa, la Bolsa de Londres (LSE) fue privatizada en 1986 durante un proceso conocido como “Big Bang”, que liberalizó el mercado financiero británico. La LSE se convirtió en una empresa cotizada en 2000. Euronext (ENX) fue creada en 2000 como resultado de la fusión entre las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París siendo desde un principio fue una empresa cotizada, con sede en Holanda. La Bolsa de Fráncfort (más adelante Deutsche Börse, DBAG o DB1) fue privatizada en 1993 y se convirtió en una empresa cotizada en 2001. Las bolsas españolas fueron desmutualizadas e integradas en el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) en 2002, que salió a Bolsa en 2006. La Bolsa de Copenhague fue privatizada también en el año 2000. La Bolsa de Oslo lo hizo un año más tarde, en 2001.

En Asia, la Bolsa de Tokio (TSE) fue nacionalizada después de la Segunda Guerra Mundial y operó como una entidad estatal hasta su privatización en 2001. En 2013, la TSE se fusionó con Osaka Securities Exchange y se convirtió en una empresa cotizada bajo el nombre Japan Exchange Group (JPX), cotizando sus acciones en la propia TSE. La Bolsa de Hong Kong (HKEX) ha sido una entidad privada desde su fundación, pero se transformó en una empresa cotizada tras su oferta pública de venta en 2000, creciendo hasta convertirse en un mercado de primer nivel mundial. Las bolsas de Shanghái (SSE) y Shenzhen (SZSE), sin embargo, mantienen inalterada su condición

de entidades no lucrativas bajo supervisión estatal desde la reapertura de la primera y la fundación de la segunda, ambas en 1990. La Bolsa Nacional de India (NSE) fue Fundada en 1992 como una plataforma electrónica para negociar acciones, estableciéndose como una entidad privada con el objetivo de salir a bolsa en un próximo futuro. La Bolsa de Singapur (SGX) fue conformada por la fusión entre la *Stock Exchange of Singapore* y la *Singapore International Monetary Exchange* en 1999. SGX se convirtió en una empresa cotizada en 2000. La Bolsa de Malasia fue privatizada en el año 2000. En 2005, salió a bolsa y ahora cotiza públicamente.

En África, la Bolsa de Johannesburgo (JSE) fue privatizada en 1996. En 2005 se transformó en una empresa cotizada y, desde entonces, ha crecido significativamente hasta convertirse en una de las principales bolsas de valores en África. La Bolsa de Egipto (EGX) fue reestructurada y privatizada en los años 90 como parte de un proceso más amplio de liberalización económica; aunque no ha realizado una oferta pública de venta inicial (IPO) formal como otras bolsas, la EGX opera como una entidad privada y ha atraído inversiones extranjeras significativas. La Bolsa de Nairobi fue establecida como una entidad privada en 1991; en 2014 realizó su oferta pública inicial y comenzó a cotizar sus acciones. La Bolsa de Casablanca (CSE) fue privatizada en 1993 y en 2016 se convirtió en una empresa cotizada al realizar su oferta pública inicial.

Uno de los efectos importantes de estas privatizaciones, desmutualizaciones y/o salidas a Bolsa fue que, en muchos casos, los bancos y las sociedades de valores, casas de Bolsa o *Broker-Dealers* (ya se ha comentado que la terminología es diversa), dejaron de tener interés económico directo en las Bolsas al salir de su accionariado. Ello cambió sustancialmente su actitud hacia estas últimas y favoreció el interés de los hasta entonces propietarios por otras alternativas para realizar sus operaciones de compra y venta de valores, llegando a promover la creación de sistemas alternativos de negociación de diversa índole o a aprovechar la opción de actuar como internalizadores sistemáticos. Algunas de estas entidades comenzaron a hacer un lobby en contra de las bolsas tradicionales (a las que llaman “*incumbents*”) que ha cosechado éxitos notables en algunas jurisdicciones.

• **Fusiones y adquisiciones Internacionales entre bolsas y Centros de Negociación alternativos**

La privatización y/o la conversión de las bolsas en empresas cotizadas facilitaron otras operaciones corporativas en el sector de los mercados de valores. Concretamente, en los últimos veinticinco años se ha asistido a un constante y variado proceso de fusiones y adquisiciones (M&A), impulsado por la globalización, la necesidad de mejorar la eficiencia, el avance de la tecnología, los constantes cambios de regulación, la competencia entre los diferentes centros de negociación y el creciente interés en mercados integrados y diversificados.

Estas operaciones permitieron que las bolsas expandieran su alcance, mejoraran su infraestructura y aumentaran su competitividad frente a sus pares, al tiempo que daban respuesta al surgimiento de los centros de negociación emergentes y, en particular, a las plataformas de negociación alternativas.

Las fusiones permitieron que las bolsas ampliaran su oferta de productos, abarcando no solo acciones, sino también renta fija, derivados y otros instrumentos financieros de nueva factura. Este tipo de consolidaciones no sólo han facilitado el acceso de los inversores a diferentes mercados, sino que también han permitido a las bolsas compartir conocimientos, tecnología y mejores prácticas.

Sin embargo, estas fusiones no están exentas de críticas. Los detractores advierten que la consolidación de las bolsas puede llevar a un menor nivel de competencia en los mercados, lo que podría resultar en mayores costos para los inversores y una reducción de la innovación. A pesar de ello, la

tendencia hacia la consolidación de las bolsas parece continuar, a medida que los mercados buscan mantenerse competitivos en un entorno cada vez más globalizado.

En el año 2000, y como respuesta a un proceso de integración -que finalmente resultó fallido- entre las bolsas de Londres y Alemania, la Bolsa de París, la Bolsa de Bruselas y la Bolsa de Ámsterdam se fusionaron para crear Euronext. Euronext se consolidó como una plataforma común de negociación y liquidación para estos mercados y, un año después, en 2001, se expandió al adquirir el mercado de derivados LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange).

En 2002, la propia Euronext absorbió a la Bolsa de Lisboa que pasó a conocerse como Euronext Lisboa desde entonces.

En el año 2003, la compañía OM AB, que ya era propietaria, entre otros mercados, de la Bolsa de Estocolmo, se fusionó con la Bolsa de Helsinki dando lugar a OMX Group. En 2004, OMX Group adquirió las bolsas bálticas de Tallín (Estonia), Riga (Letonia) y Vilna (Lituania) y en 2005 se hizo con la Bolsa de Copenhague.

En 2006, como ya se ha comentado, la Bolsa de Nueva York (NYSE) se fusionó con Archipelago Holdings, un operador de plataformas de negociación electrónicas. La entidad fusionada pasó a llamarse NYSE Group, Inc. y comenzó a cotizar en la propia Bolsa de Nueva York.

En 2007, el NASDAQ adquirió OMX Group. Esta operación dio lugar al NASDAQ OMX Group, que ofrecía servicios de negociación y tecnología financiera a nivel internacional. La adquisición ayudó a consolidar la posición del NASDAQ en Europa y a diversificar sus servicios.

Ese mismo año, el Grupo de la Bolsa de Nueva York absorbió Euronext, creando el Grupo NYSE Euronext. Esta fue la primera fusión transatlántica de bolsas de valores y resultó en la creación de una de las mayores bolsas del mundo, con operaciones tanto en EE.UU. como en Europa. La nueva entidad ofrecía negociación global y diversificada, abarcando tanto valores de renta variable como derivados. Ahora bien, esta fusión perjudicó notablemente al mercado de valores francés y a las ambiciones de Francia por hacer de París una de las plazas financieras más importantes del mundo. La toma de decisiones y la fuerza institucional se trasladaron por completo a Nueva York. Fueron muchos los que consideraron esta transacción un error incomprensible por parte de Euronext, que hasta entonces venía consolidándose como el primer mercado paneuropeo. Cosas del destino, la adquisición posterior de NYSE Euronext por la Intercontinental Exchange obligaría a ésta, por orden de las autoridades de la competencia, a desprenderse de Euronext dando a la Bolsa liderada por París una segunda oportunidad que bien supo aprovechar.

También en 2007, la Bolsa de Londres (LSE) adquirió *Borsa Italiana*, la bolsa de valores del *Bel Paese*. Esta operación creó uno de los grupos bursátiles más grandes de Europa y amplió la oferta de servicios de la LSE al incluir productos financieros como derivados y productos de renta fija. La adquisición fortaleció la posición de la LSE en Europa.

Aunque no se trata de una fusión internacional, dada su trascendencia merece la pena hacer referencia a tres fusiones que tuvieron lugar entre los años 2007 y 2008:

Chicago Mercantile Exchange y Chicago Board of Trade (CBOT), dos de las bolsas de futuros y opciones más importantes de EE.UU., se fusionaron en 2007, dando lugar al CME Group, que se consolidó como uno de los operadores de derivados financieros más grandes del mundo, si no el más grande.

Si bien la fusión no se completó hasta 2013, en 2007 se dieron también los primeros pasos para fusionar la Bolsa de Tokio (TSE) y la de Osaka (OSE). La operación buscaba consolidar el mercado japonés y aumentar la competitividad del país en el ámbito internacional. Al completarse, la entidad fusionada se convirtió en el Japan Exchange Group.

Otra fusión doméstica significativa fue la de la Bolsa de Toronto y la Bolsa de Valores de Montreal en 2008, creando el Grupo TMX, que integra múltiples mercados de capitales en Canadá. Esta consolidación no solo mejoró la eficiencia operativa, sino que también aumentó la capacidad de las empresas canadienses para acceder a capital, al proporcionar una plataforma unificada para el trading de acciones y derivados.

En 2012, la Bolsa de Hong Kong (HKEX) adquirió la London Metal Exchange (LME) en 2012 y, con ello, logró hacerse con el 80% del comercio mundial de metales, controlando la formación de los precios del cobre, del aluminio y del níquel.

También en 2012, Deutsche Börse se hizo con el 100% de Eurex, Bolsa de productos derivados que había resultado de la integración de la alemana DTB (Deutsche Terminbörse) con la suiza el SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange) en 1998, y de la que cada accionista poseía el 50%. Comprando la participación de SIX Group, la bolsa alemana logró consolidar su control sobre esta plataforma estratégica, una de las más grandes del mundo.

En 2013 el Grupo Intercontinental Exchange (ICE) adquirió NYSE Euronext. Esta fusión fortaleció la posición de ICE como uno de los principales operadores globales en el ámbito financiero.

En 2014, Euronext salió a Bolsa después de volver a ser independiente una vez que Intercontinental Exchange (ICE) se desprendió de ella tras la adquisición de NYSE Euronext obligada por las autoridades de la competencia.

En 2016, Deutsche Börse intentó fusionarse con el Grupo LSE (recuérdese, propietario de la Bolsa de Londres); sin embargo, la fusión fue finalmente cancelada debido a preocupaciones de las autoridades de la Unión Europea en materia de competencia.

En 2017, CBOE adquirió BATS Global Markets, que previamente ya había comprado Turquoise (en 2010) y Chi-X (en 2011), y que en 2013 se había fusionado con Direct Edge creando uno de los operadores de mercados de valores más grandes en EE.UU. y fortaleciendo su presencia en Europa. Esta operación permitió a CBOE expandir su presencia en el mercado europeo, convirtiéndose en uno de los principales actores bajo la denominación CBOE Europe, así como diversificar sus operaciones más allá del comercio de opciones.

En el año 2019, Euronext adquirió Oslo Børs, la bolsa noruega, lo que amplió aún más la presencia geográfica de Euronext en el norte de Europa.

Ese mismo año de 2019 Equiduct fue adquirido por CBOE Global Markets, que continuabas con su expansión global.

En julio de 2020, Refinitiv anunció la adquisición de Turquoise, que había sido parte del portafolio de CBOE Global Markets tras su compra en 2017.

En 2021 Refinitiv fue comprado por el Grupo de la Bolsa de Londres (LSEG). Refinitiv es una empresa global de datos y análisis financieros que se formó como resultado de la adquisición de Thomson Reuters Financial & Risk por parte de un consorcio liderado por Blackstone en 2018. Aunque no es

una MTF *per se*, la fusión con Refinitiv amplió las capacidades del LSEG en términos de datos y tecnología financiera, beneficiando indirectamente a sus plataformas de negociación.

A su vez, entre 2020 y 2021 Euronext se hizo con Borsa Italiana, de la que se tenía que desprender el Grupo de la Bolsa de Londres (LSEG) como condición para obtener la aprobación de las autoridades europeas para fusionarse con Refinitiv.

En este mismo mes de noviembre de 2024, Six Group ha anunciado una OPA amistosa sobre Aquis, que ha crecido significativamente desde su lanzamiento en 2013 y ha realizado varias transformaciones estratégicas para adaptarse a las regulaciones y mejorar su modelo comercial basado en suscripción.

VII. Paisaje Bursátil Iberoamericano

En Argentina, el principal mercado bursátil es, actualmente, Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), establecido en 2017 como resultado de la reorganización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL), consolidando sus operaciones para ofrecer una plataforma unificada y más eficiente. BYMA cotiza en su propia Bolsa. Ningún accionista puede poseer más del 20% del capital social de la empresa.

Además de BYMA, existen otras instituciones y mercados especializados en el país, como el MAE (Mercado Abierto Electrónico), especializado en la negociación de títulos públicos, instrumentos financieros y divisas; ROFEX (Mercado a Término de Rosario), enfocado a futuros y opciones, principalmente de productos agrícolas y financieros; o el MATBA (Mercado a Término de Buenos Aires), en el que se negocian futuros agrícolas, especialmente para productos como trigo, maíz y soja. En 2019, ROFEX y MATBA se fusionaron para formar MATBA-ROFEX, un mercado unificado que combina la fortaleza de ambos en derivados y productos agrícolas.

Por otra parte, en Argentina persisten algunas bolsas históricas de carácter regional, como la de Mendoza, Rosario, Córdoba o la de la provincia del Chaco sin que se hayan producido movimientos corporativos significativos entre ellas.

En Bolivia, la BBV (Bolsa Boliviana de Valores) fue fundada en 1989 como parte del desarrollo del sistema financiero nacional, pero no ha experimentado un proceso de privatización ni salidas a bolsa como en otros países de la región. Su creación respondió a la necesidad de consolidar un mercado de capitales que promoviera la democratización del capital y el financiamiento tanto público como privado. Durante los años 90, la BBV jugó un papel importante en el apoyo al proceso de privatización de empresas estatales en Bolivia, actuando como un mecanismo transparente para transferir bienes estatales al sector privado.

En Brasil, B3 (Brasil Bolsa Balcão), creada en 2017 como resultado de la fusión entre BM&FBovespa (fruto, a su vez, de la integración de la Bolsa de Valores de São Paulo -Bovespa- con la Bolsa de Mercaderías & Futuros -BM&F- en 2008) y Cetip (la mayor empresa de liquidación y custodia de valores en Brasil) salió a bolsa en diciembre de ese mismo año bajo el símbolo "B3SA3". Este movimiento fue parte de un esfuerzo por aumentar su capital y mejorar su infraestructura tecnológica y consolidó a Brasil como el mercado más grande y sofisticado de América Latina, y un actor importante en el mercado financiero global.

B3 ha buscado expandir su presencia en Iberoamérica mediante asociaciones y adquisiciones de participaciones significativas estratégicas en otros mercados latinoamericanos como, por ejemplo, el mexicano, el colombiano o el chileno.

En Chile, La BCS (Bolsa de Comercio de Santiago), fundada en 1893, es la principal institución bursátil del país. Tradicionalmente operaba bajo un modelo mutual, donde los corredores eran los propietarios. Sin embargo, en 2017, llevó a cabo un proceso de desmutualización, convirtiendo a los corredores en accionistas independientes, lo que marcó un cambio significativo en su modelo de gobernanza. Actualmente, está inmersa en un proceso de integración regional con las bolsas de Colombia y Perú, a través de la iniciativa MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), que ha dado lugar a NUAM Exchange, tal y como se comentará más adelante.

Además de la Bolsa de Santiago, que acapara más el 90% del volumen de contratación, existe la Bolsa Electrónica de Chile (BEC), establecida en 1989 y que fue la primera bolsa electrónica en el país. Por su parte, la Bolsa de Valparaíso, fundada en 1892 y que era la bolsa más antigua de Chile, de estructura mutual, cerró sus puertas el 8 de octubre de 2018.

En Colombia, la BVC (Bolsa de Valores de Colombia) fue creada como una entidad privada en 2001 tras la fusión de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente. En 2010, la BVC realizó su oferta pública inicial y comenzaron a cotizar sus acciones. En 2017, la BVC y Deceval (Depósito Centralizado de Valores) acordaron su integración para consolidar servicios de negociación y liquidación de valores bajo un único operador, al objeto de fortalecer el mercado financiero colombiano y prepararse para una posible consolidación regional más amplia. En este sentido, como ya se ha adelantado, BVC está inmersa en un proceso de integración regional con las bolsas de Chile y Perú, a través de la iniciativa MILA.

En Costa Rica, el mercado de valores está centralizado en la BNV (Bolsa Nacional de Valores), fundada en 1976. Es una institución privada y desmutualizada. Sus acciones están distribuidas entre sus miembros, bancos y otras entidades financieras.

El mercado costarricense se caracteriza por un enfoque muy especialmente dirigido hacia la sostenibilidad, destacando proyectos de energía renovable y tecnologías innovadoras. La BNV promueve la inclusión de estándares ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en las inversiones, alineándose con las tendencias internacionales ya señaladas. La BNV participa activamente en iniciativas de integración regional, como la Asociación de Mercados de Capitales de las Américas (AMERCA) que se comentará más adelante.

En Ecuador, el mercado de valores está compuesto por dos bolsas principales: la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), ambas fundadas en 1969. A diferencia de otros países, estas bolsas no se convirtieron en entidades de capital abierto, sino que son instituciones de carácter privado, con estructura corporativa de sociedades anónimas, pero con un enfoque no lucrativo. Desde hace años, su autoridad supervisora viene impulsando la integración de ambos mercados, sin que se haya terminado de producir hasta la fecha.

En El Salvador, la BVES (Bolsa de Valores de El Salvador) inició operaciones el 27 de abril de 1992, habiendo sido fundada como una institución privada por iniciativa de inversores locales con el objetivo de crear un mercado organizado de capitales en el país. Esta entidad no fue, pues, producto de un proceso de privatización, ya que surgió directamente del sector privado. La Bolsa de Valores no tiene accionistas de referencia, ya que, de acuerdo con la ley que la regula, ningún accionista de una bolsa de valores puede poseer más del 0,5% del total de las acciones, las cuales tienen igual valor nominal y pertenecen a una misma serie.

A partir de 2001, en BVES comenzaron a inscribirse productos extranjeros, creando un supermercado financiero de vocación internacional para los inversores locales. La BVES es otra de las bolsas participante en el ya aludido proyecto AMERCA.

En España, en diciembre de 2019 el grupo suizo SIX Group lanzó una OPA sobre Bolsas y Mercados Españoles (BME). Desde el punto de vista de los intereses de España como país, y de la industria de valores española, esta operación careció por completo de sentido. El tiempo ha venido demostrando que esta absorción ha perjudicado a BME como entidad, y al mercado de valores español que, cada día, es más irrelevante en la escena internacional. No parece que el grupo suizo tenga muchas razones para sentirse satisfecho con la compra tampoco. Pagó un precio exorbitante (ya ha tenido que reconocer en sus libros contables un deterioro del valor (*impairment*) de 315 millones de euros y es previsible que tendrá que hacerlo de nuevo en un futuro próximo).

Es cierto que SIX, al menos, ha adquirido una licencia de bolsa en la Unión Europea (Suiza no goza de “reconocimiento de equivalencia” bajo MiFID II - MiFIR) y la posibilidad de contratar personal técnico bien formado a un coste muy inferior al que implicaría hacerlo en la Confederación Helvética. Pero había muchas maneras más eficientes de lograr estos objetivos.

En todo caso, y en lo que aquí interesa, todo indica que la bolsa española, que un día llegó a contar-se entre las diez más importantes del mundo, no afronta un futuro nada prometedor. Recientemente se ha publicado que BME habría dejado de ser la bolsa más significativa en términos de liquidez para valores españoles por primera vez en la historia de las Bolsas de este país. Ojalá que, como ocurrió con Euronext, el destino reserve a BME una segunda oportunidad.

En Guatemala, la BVN (Bolsa de Valores Nacional) fue fundada en 1987. Es una sociedad anónima con más de 45 accionistas, de los cuales 16 son corredores de Bolsa. En sus primeros años, la BVN se enfrentó a desafíos como la falta de liquidez y un número muy escaso de emisores. Sin embargo, en los últimos años se han implementado reformas que promovieron la participación del sector privado y la BVN ha modernizado sus sistemas tecnológicos y operativos para facilitar la negociación electrónica y mejorar la transparencia del mercado. Actualmente, la BVN es un mercado activo y está experimentando un crecimiento en el número de emisores y en el volumen negociado.

En Honduras, la actividad bursátil se inicia en el año 1990 con la creación de la Bolsa Hondureña de Valores con sede en la ciudad de San Pedro Sula. En 1993 le seguiría la puesta en marcha de Bolsa Centroamericana de Valores (BCV) con sede en Tegucigalpa.

En los primeros cinco años de operación de la Bolsa Centroamericana de Valores se logró impulsar un crecimiento importante en el volumen transado. Sin embargo, la mayoría de esta actividad consistió en transacciones de corto plazo con instrumentos de renta fija privados.

La devastación causada por el huracán Mitch en octubre de 1998, llevó a una recesión económica que afectó tanto al Sistema Financiero Nacional como al incipiente Sistema Bursátil. A raíz de esta crisis, la Bolsa Hondureña de Valores dejó de operar en el año 2004, quedando únicamente la Bolsa Centroamericana de Valores como institución autorizada para operar como Bolsa de Valores.

BCV es una sociedad anónima de carácter comercial que cuenta con 21 accionistas. A partir de 2010 se comenzó a observar una mejoría en el nivel de operaciones. En 2012 se completó la instalación de un sistema electrónico de contratación.

En México, el Grupo Bolsa Mexicana de Valores (BMV) fue privatizado en 1999 como parte de un proceso más amplio de liberalización económica. En el año 2008, BMV concluyó su proceso de desmutualización y realizó su oferta pública inicial, transformándose en empresa cotizada. El Grupo BMV se conforma por empresas que, en conjunto, abarcan toda la cadena de valor: bolsa de valores, mercado de productos derivados, una empresa de corretaje de valores y derivados OTC, el depósito central de valores en México, una cámara de compensación de valores y otra de derivados, así como una empresa de valoración de precios y servicios de administración de riesgos.

En el año 2018, la Bolsa Institucional de Valores, conocida como BIVA, inició oficialmente su andadura al hilo de una legislación que promovía la competencia entre centros de negociación. BIVA está tratando de atraer emisoras que, de otro modo, no habrían considerado salir a Bolsa. Su importancia en términos de volumen de transacciones es relativa.

En Nicaragua, la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVN), fruto de una iniciativa del sector privado nicaragüense, fue fundada en el marco de un proceso de liberalización de mercados emprendido en la década de los noventa tras años de conflicto civil. Las primeras operaciones bursátiles de la historia de Nicaragua se llevaron a cabo el 31 de enero de 1994. La Bolsa de Valores de Nicaragua es el único mercado organizado de valores que existe en el país. Esta institución es una sociedad anónima, de carácter privado, que cuenta entre sus accionistas a la mayoría de los bancos privados y estatales, así como a grupos empresariales representativos de diferentes sectores de la economía del país. En la BVN se negocian instrumentos financieros de renta fija con altos rendimientos en dólares y en moneda local indexada al dólar. No hay ningún tipo de restricción sobre entradas y salidas a flujos de capital extranjeros.

En Panamá, la Bolsa de Valores de Panamá (BVP), fundada en 1990, fue transformada en 2009 con la creación de Latinex Holdings como su sociedad controladora, lo que consolidó sus operaciones con la Central Latinoamericana de Valores (Latinclear). En 2011, Latinex Holdings realizó una oferta pública inicial al listar sus acciones en la misma bolsa que controla, convirtiéndose en una entidad con ánimo de lucro. En 2021, la BVP cambió su nombre a Bolsa Latinoamericana de Valores (Latinex) como parte de una estrategia de reposicionamiento para fortalecer sus roles como *hub* regional y centro financiero internacional.

En el caso de Paraguay, la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA), creada en 1993, opera como una sociedad anónima con las casas de bolsa como accionistas. No se ha registrado un proceso de desmutualización. La bolsa fue establecida para fortalecer el mercado de capitales y ha pasado por diversas mejoras, como la implementación de un sistema electrónico de negociación en 2010 y la desmaterialización de títulos físicos.

En Perú, la Bolsa de Valores de Lima (BVL) se transformó en una entidad privada durante los años 90. Aunque no ha realizado una IPO formal como otras bolsas, ha pasado por importantes transformaciones corporativas. En 2019, BVL adquirió una participación mayoritaria en Cavali, el depósito central de valores de Perú. Esta operación fue dirigida a fortalecer la infraestructura del mercado y aumentar su competitividad dentro del proyecto MILA, en el que también participa. Más recientemente, en julio de 2021, La Bolsa de Valores de Lima se convirtió en un holding empresarial, ahora denominado Grupo BVL S.A.A.

En Portugal el paisaje bursátil quedó indeleblemente asociado a Euronext desde que, en el año 2002, este Grupo bursátil paneuropeo absorbió a la Bolsa de Lisboa que, desde entonces, pasó a conocerse como Euronext Lisboa. No faltaron voces críticas que describieron esta operación como “el abrazo del oso” para el mercado de valores lusitano. En todo caso, ha de reconocerse que, a la sazón, el futuro de un mercado de valores portugués independiente no se presentaba muy halagüeño.

En la República Dominicana, la Bolsa de Valores y Mercados de la República Dominicana (BVRD) fue establecida oficialmente en 1988 bajo el nombre de Bolsa de Valores de Santo Domingo. Posteriormente, en 1997, cambió su nombre al actual para reflejar un ámbito nacional. Desde su creación, ha operado como una entidad sin fines de lucro, aunque con el objetivo de fomentar la inversión y la transparencia en el mercado de valores. No se ha producido una privatización formal ni una salida a bolsa de la BVRD.

En Uruguay, la Bolsa de Valores de Montevideo tiene su origen en el siglo XIX, cuando se crearon la “Sociedad Bolsa Montevideana” y la Comisión Interna de Corredores, en 1867, que regulaba la actividad de los mismos. En 1921 la Comisión de Corredores pasó a constituirse como asociación civil sin fines de lucro, la cual funcionó como ámbito de transacciones bursátiles y como entidad gremial de los corredores. En 1952 esta comisión pasó a llamarse “Bolsa de Valores”. En 1997 la Bolsa de Valores se separó de la Bolsa de Comercio y en 2004 adoptó la denominación actual de “Bolsa de Valores de Montevideo” (BVM).

En la BVM pueden realizar operaciones tanto los Corredores de Bolsa como los Socios Especiales. Para ser Corredor de Bolsa es necesario ser socio de la BVM y cumplir con los requisitos que determina la legislación uruguaya y la normativa del Banco Central del Uruguay. Los Socios Especiales son instituciones habilitadas a operar que no tienen la calidad de socios de la BVM. Pueden ser Socios Especiales los bancos, las administradoras de fondos de pensión, las instituciones de seguridad social y las compañías de seguros.

- **Los Proyectos AMERCA y MILA**

Son las iniciativas internacionales de integración más significativas que se han proyectado entre las bolsas de valores de América Latina en las últimas dos décadas, impulsadas con el objetivo de fortalecer el mercado financiero de la región, mejorar la eficiencia operativa, aumentar la liquidez y competitividad y situarse en el mapa mundial de flujos de capital para atraer inversiones extranjeras.

- **La Alianza de Mercados Centroamericanos (AMERCA)**

El Proyecto AMERCA aspira a la integración de las bolsas de valores de Centroamérica y el Caribe de tal manera que funcionen como un solo mercado. Su objetivo, por tanto, es crear un mecanismo que permita la negociación transfronteriza de valores (instrumentos de deuda, acciones y otros valores típicos de las bolsas locales), mejorando la liquidez gracias a la interacción de todos los inversores de la Región y atrayendo a inversores internacionales al ofrecer un mercado más amplio y diversificado, reduciendo los costes de transacción y mejorando la eficiencia del mercado. Originariamente fue impulsado, en el año 2007, por la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, la Bolsa de Valores de El Salvador y la Bolsa de Valores de Panamá (hoy, Latinex). Después se sumaría la Bolsa de Valores de Nicaragua. Esta iniciativa fue respaldada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

La idea es que, aunque cada Bolsa mantiene su autonomía, AMERCA permite que los valores emitidos en un país puedan ser negociados por intermediarios de los otros países miembros, gracias acuerdos de interconexión tecnológica y armonización legal.

Panamá fue el primer país en estar listo para avanzar en esta alianza, a través de la incorporación de la figura de “Operador Remoto” en su marco legal. El Salvador incorporó la misma figura bajo la denominación de “Intermediario Bursátil Extranjero”.

La iniciativa arrancó con la firma del Convenio entre Bolsas de Valores, Sociedades depositarias y Superintendencias de ambos países en septiembre de 2015. El 19 de mayo de 2017, se celebró una inauguración oficial, realizándose una primera operación transfronteriza.

Desde entonces, es innegable que ha habido esfuerzos para establecer un marco jurídico común y mejorar la infraestructura tecnológica que permita la interoperabilidad entre las diferentes bolsas de valores de la región. Sin embargo, uno de los principales obstáculos ha sido precisamente la diversidad de las regulaciones y normativas entre los países participantes que dificultan una integración completa.

- MILA (Mercado Integrado Latinoamericano)

El MILA ha sido una iniciativa promovida desde 2011 por las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú, con la posterior incorporación de México en 2014. Aunque en principio no planteaba una fusión formal de las bolsas, el MILA persigue que las acciones admitidas a cotización en estos mercados puedan ser negociadas de manera cruzada, creando una especie de “mercado consolidado”.

Entre sus objetivos destacan claramente poner a sus integrantes en el mapa de los mercados internacionales de relevancia, aumentando su competitividad frente a mercados más grandes, como Brasil, a la hora de atraer a inversores internacionales. MILA pretende facilitar los movimientos transfronterizos de capital, aumentando con ello la liquidez, y ofrecer a los inversores acceso a una mayor variedad de instrumentos financieros en la Región.

Una vez más, entre los principales obstáculos están las diferencias normativas y fiscales entre los países participantes, que hasta ahora han acabado por frenar los proyectos de esta naturaleza en América Latina.

En el último año el proyecto MILA ha sido reformulado por sus promotores, dando lugar a Nuam Exchange, que evoluciona y expande el planteamiento primigenio del mercado integrado latinoamericano. Como su predecesor, NUAM Exchange es concebida como una respuesta a la necesidad de mayor integración y colaboración entre los mercados de capitales en América Latina. La idea subyacente sigue siendo integrar eficientemente las plataformas tecnológicas y operativas de las diferentes bolsas participantes, lo que implica introducir mejoras en la infraestructura tecnológica para facilitar el *trading* transfronterizo. La iniciativa pone énfasis en la Innovación: La plataforma puede incluir nuevas tecnologías financieras (*fintech*) y productos de vanguardia que respondan a las necesidades cambiantes del mercado y de sus participantes.

NUAM aspira a superar algunas limitaciones iniciales del MILA, como la falta de interoperabilidad total entre las plataformas y las diferencias de regulación. En último término, NUAM aspira a involucrar, no sólo a las bolsas del MILA, sino también a otras bolsas y mercados en América Latina, ampliando así su alcance e impacto.

Desde el punto de vista de su estructura corporativa, a día de hoy NUAM ya es la holding regional que integra las Bolsas de Santiago, Colombia y Lima en un único Grupo empresarial. Como en su propio sitio web destaca, en su primer año de vida NUAM ha consolidado una estructura de grupo robusta, conformada por dieciocho negocios que brindan servicios de negociación, compensación y liquidación; además de una amplia oferta en información, educación y otros servicios de valor añadido. La Holding cuenta con más de un millar de accionistas y cotiza en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Hasta el momento presente, NUAM ha forjado alianzas con Nasdaq, para desarrollar una nueva plataforma de mercado en América Latina; con MSCI, para crear índice regional; con Devexperts, para disponer de una única pantalla de negociación e impulsar la experiencia de los clientes; y con Equinix, para habilitar un nuevo *DataCenter* financiero en Chile, Perú y Colombia.

• Comentario Resumen y Prospectiva

En resumen, las últimas dos décadas y media han sido testigos de una transformación profunda en las bolsas de valores de Iberoamérica. Desde la digitalización hasta la integración regional y la diversificación de productos financieros (ETFs, derivados, bonos verdes, criptomonedas y un largo etcétera), estos mercados han evolucionado significativamente.

En Europa, la pérdida de independencia de los mercados español y portugués dejan el futuro en manos de agentes externos que, muy probablemente, diseñarán sus estrategias y tomarán sus decisiones sin dar demasiada prioridad a los intereses de los sistemas financieros de ambos países, consecuencia natural de la cesión de soberanía.

En América Latina, los mercados de valores se enfrentan a desafíos normativos, de supervisión y económicos que deben ser abordados para garantizar un crecimiento sostenible a largo plazo. La tentación de algunos países de pensar que las tendencias internacionales no van con ellos puede dar al traste con el objetivo de estructurar mercados que promuevan el desarrollo de sus economías. La adopción de estándares internacionales resulta imperativa. Cualquier otra cosa no deja de ser la “táctica del avestruz”.

Las iniciativas de integración son absolutamente plausibles, pero corren el riesgo de convertirse en un lugar común, políticamente correcto. Téngase en cuenta que en Latinoamérica lleva hablándose de integración de las bolsas desde el viejo proyecto BELA, de allá por el año 1988, sin que hasta ahora haya terminado de cuajar ninguna consolidación real. AMERCA y, sobre todo, NUAM parecen haber aprendido lecciones del pasado. Ya se verá.

Por lo demás, hay algunas razones que animan al optimismo: por ejemplo, a medida que los grandes mercados emergentes como “los BRICS” (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) sigan captando la atención de los grandes actores mundiales, es probable que veamos un aumento adicional del interés por más mercados de América Latina por parte de inversores internacionales en su búsqueda de diversificación geográfica en sus carteras. Las bolsas de valores de la Región tendrán que estar a la altura.

VIII. Consideraciones Finales

• ¿Hacia una Era post-Globalización?

Como reza el refranero popular “*no se le pueden poner puertas al campo*”. La Globalización es un proceso inexorable y no reconocer este hecho no es un buen comienzo a la hora de definir estrategias. Ahora bien, la realidad circundante abunda en síntomas, reacciones, movimientos y políticas que invitan a pensar que la Globalización sin matices tampoco es un *sacrosanctum phaenomenon* y, por ende, un hecho incontestable ante el que sólo cabría someterse.

Las tensiones geopolíticas y comerciales, y las siempre presentes tentaciones proteccionistas podrían estar abonando el terreno para reconsiderar el enfoque con respecto a la Globalización.

Varios países y regiones están adoptando medidas en respuesta a percepciones negativas de la globalización y sus efectos. Estas medidas, según el discurso político que las acompaña, van dirigidas a proteger las economías locales, responder a preocupaciones sobre la soberanía nacional y abordar las desigualdades habida cuenta que, a pesar del crecimiento macroeconómico, muchas personas sienten que no se han beneficiado equitativamente del progreso global, hecho que deviene en descontento social y político.

El aumento del nacionalismo, resurgente en varios países y regiones, ha llevado a políticas más proteccionistas y a una mayor retórica “anti-globalización”. Hasta en el marketing las campañas que alientan a los consumidores a comprar productos nacionales en lugar de importados están ganando popularidad y obteniendo resultados comerciales nada desdeñables.

En un plano más concreto, muchos países están implementando aranceles más altos y restricciones comerciales sobre productos importados para proteger sus industrias locales. Esto se observa claramente en las tensiones comerciales entre grandes economías como Estados Unidos y China o en los recientemente aprobados gravámenes de importación de coches eléctricos chinos en la Unión Europea.

Algunos gobiernos han establecido límites en la cantidad de ciertos productos que pueden ser importados, con el fin de proteger a los productores nacionales o están ofreciendo incentivos fiscales o subsidios a empresas que produzcan localmente en lugar de depender de importaciones.

Ciertos países han comenzado a implementar restricciones sobre inversiones extranjeras en sectores estratégicos como tecnología, infraestructura y recursos naturales para proteger su soberanía económica y se están estableciendo mecanismos para supervisar fusiones y adquisiciones que involucren empresas extranjeras, especialmente en sectores considerados críticos para la seguridad nacional.

Algunos gobiernos están adoptando políticas que priorizan prácticas sostenibles sobre el crecimiento económico rápido impulsado por la globalización, y están denostando modelos económicos basados en el consumo masivo y el transporte internacional. Esto incluye regulaciones ambientales que afectan tanto a empresas locales como extranjeras.

Con el aumento del comercio digital, muchos países están implementando regulaciones más estrictas sobre cómo se manejan los datos personales y empresariales (e.g., el Reglamento General de Protección de Datos (GDPR) en la Unión Europea), buscando proteger su soberanía digital y enarbolando la bandera de la defensa de la privacidad.

Un fenómeno reseñable es el creciente interés en la producción local y regional y el abastecimiento interno, como resultado de las interrupciones de la cadena de suministro acontecidas durante la pandemia de COVID-19. Las empresas están comenzando a buscar fuentes de aprovisionamiento más cercanas y a diversificar proveedores y, con el asenso -cuando no con el apoyo explícito- de sus autoridades gubernamentales, empiezan a considerar seriamente la reubicación de la producción a nivel local, lo que podría afectar a las dinámicas de inversión y al comercio internacional al priorizar la autosuficiencia sobre la interdependencia.

En otro orden de cosas, muchos países están optando por establecer tratados comerciales regionales que priorizan relaciones más estrechas con naciones vecinas en lugar de acuerdos comerciales globales más amplios. El Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) o el Tratado Integral y Progresista para la Asociación Transpacífico (CPTPP) son ejemplos actuales.

A pesar de todo lo anterior, es muy difícil creer que todo este tipo de medidas, y muchas otras en el mismo sentido que se podrían señalar, vayan a detener, o siquiera a ralentizar, la Globalización. Lo que sí parece probable es que en un futuro próximo se la empiece a hacer pasar por un tamiz algo más tupido de racionalidad y mesura y, por decirlo de alguna manera, hasta de humanización.

Citando a Oscar Wilde, *“El descontento es el primer paso en el progreso de un hombre o una nación”*.

- **Breve Recapitulación**

El presente artículo ha sido elaborado con motivo de la celebración del vigésimo quinto aniversario del Instituto Español del Mercado de Valores IIMV y, consecuentemente, ha tratado de brindar una visión retrospectiva de los mercados de instrumentos financieros.

A lo largo de las páginas precedentes, se ha explorado el cambio de paradigma en los mercados bursátiles en los últimos 25 años, analizando cómo la tecnología, la globalización y la regulación han transformado el panorama financiero. Desde la digitalización de las operaciones hasta la aparición de nuevos productos y estrategias de inversión, estos cambios han facilitado un acceso más amplio a los mercados de valores. La evolución de las plataformas de *trading* ha permitido que un número cada vez mayor de inversores minoristas disponga de herramientas y recursos que antes estaban reservados para las instituciones financieras. Además, se ha señalado cómo el uso del Big Data y la inteligencia artificial están revolucionando la toma de decisiones en el ámbito de las inversiones. Los cambios normativos han buscado adaptarse a estas nuevas realidades, enfatizando la transparencia y la protección del inversor, como lo demuestra la regulación de criptomonedas y la creación de normativas que fomentan la sostenibilidad en las inversiones. Por otro lado, se han repasado los mercados emergentes, en particular los iberoamericanos, así como los desafíos que la volatilidad y los riesgos geopolíticos representan para el *trading* global en un mundo estrechamente interconectado.

Ahora bien, desde la confianza y el deseo de que el Instituto siga desempeñando su encomiable labor en, al menos, los próximos 25 años, seguidamente se ofrecen algunos comentarios sobre el futuro con la idea de concluir el trabajo con un “punto y seguido”.

- **Desafíos Futuros para los Mercados Bursátiles**

Mirando, pues, hacia adelante, parece evidente que el mercado de valores seguirá evolucionando, probablemente más deprisa aún, en respuesta a una variedad de factores, incluidos los avances tecnológicos, las demandas de los inversores, las nuevas legislaciones, el interés por la sostenibilidad y los cambios de toda índole en el entorno global.

La digitalización y la automatización continuarán siendo un motor crucial. La inteligencia artificial y el aprendizaje automático revolucionarán el análisis y la gestión de inversiones, permitiendo predicciones más precisas y decisiones más informadas. El acceso a los mercados será cada vez más universal. Las plataformas digitales permitirán a cualquier persona participar en inversiones, mientras que las aplicaciones impulsadas por IA ofrecerán asesoramiento personalizado. Sin embargo, esto también planteará desafíos relacionados con la sobreexposición de los inversores minoristas a riesgos financieros.

Por otra parte, el uso de tecnologías de registro distribuido y de contratos inteligentes podría aumentar la transparencia y reducir los costes operativos, permitiendo transacciones rápidas y seguras. Las bolsas descentralizadas podrían emerger como alternativas, dando más protagonismo a los inversores minoristas. A su vez, a medida que más empresas e instituciones acepten criptomonedas como forma legítima de pago e inversión, es probable que veamos una mayor integración de los nuevos mercados con el sistema financiero tradicional.

A medida que la globalización financiera siga avanzando, los gobiernos y organismos internacionales deberán reforzar la regulación para evitar crisis financieras. Las normativas sobre criptoactivos, mercados descentralizados y ciberseguridad serán prioritarias. Además, se espera un equilibrio entre fomentar la innovación y garantizar la estabilidad económica. La naturaleza interconectada de los mercados financieros exigirá una cooperación internacional todavía más fuerte. Los reguladores de diferentes países deben trabajar juntos para abordar los desafíos globales.

Las instituciones financieras deberán continuar invirtiendo en medidas de ciberseguridad para protegerse contra amenazas cibernéticas. La colaboración entre el sector público y privado en el desarrollo de estándares y protocolos de seguridad será crucial.

Por otra parte, la creciente preocupación por la sostenibilidad y la responsabilidad social también dará forma al futuro de la inversión. Los inversores están cada vez más interesados en alinear sus decisiones de inversión con sus valores personales, lo que impulsará una demanda por productos financieros que cumplan con unos criterios ESG cada vez más afinados. La presión sobre las empresas para que adopten prácticas más sostenibles se intensificará, y aquellas que no se adapten podrían enfrentarse a dificultades en el acceso a capital.

Además, es probable que el papel de los mercados emergentes sea cada vez más relevante, con países de Asia, África y América Latina liderando el crecimiento económico mundial. La expansión del bloque BRICS y la integración de mercados locales a plataformas globales darán lugar a una mayor diversificación en los flujos de capital.

Por último, todo lo anterior también significa que la educación financiera será crucial para que los inversores se desenvuelvan en los entornos digitales. Será vital implementar programas de educación financiera accesibles para todos los segmentos de la población. A medida que más personas se convierten en inversores, la comprensión de los riesgos y oportunidades es fundamental para tomar decisiones informadas y responsables.

Tal que así parece que se presenta el futuro, pero como dijo Albert Einstein, *“El futuro no es un lugar al que vamos, sino uno que estamos creando”*.