

Foro Económico

Desmutualización de las bolsas de valores y oferta pública de sus acciones: experiencia internacional y perspectiva para México

*Salvador Medina Ramírez**

Aportes, Revista de la Facultad de Economía, BUAP, Año XII, Número 36, Septiembre - Diciembre de 2007

Introducción

Las bolsas de valores alrededor del mundo han enfrentado el reto de la competencia global por los mercados de capital y derivados mediante la desmutualización y el listado de sus acciones dentro del mismo mercado de valores. Igualmente, en este escenario de competencia, las bolsas han recurrido a la fusión y/o adquisición de su competencia.

En este contexto la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) ha emprendido un proceso para colocar sus acciones en el mercado. Proceso bajo el cual existe una diversidad de riesgos que deberán de ser cubiertos por las autoridades y la misma BMV. La cuestión más importante para México es si este proceso tiene algún beneficio para la nación.

El presente documento se enfocará en contestar la anterior cuestión. Con este fin, se dividirá en cinco apartados. En el primero se hablara del contexto mundial. Posteriormente, se tratarán los diferentes modelos de negocios de las bolsas a nivel mun-

dial. En el tercer apartado, se tratarán los retos y riesgos que enfrentan el mercado y las autoridades cuando una bolsa de valores decide cotizar en el mercado de capitales, así como las soluciones adoptadas en otras naciones para solucionar los conflictos potenciales. En el cuarto, se expondrá la situación para México y sus perspectivas. Finalmente, se dan las conclusiones.

Contexto Internacional

Las bolsas de valores surgen como clubes en los cuales sólo los socios pueden negociar valores, bajo un modelo mutualista (Cascán, 2004). Esta situación crea un grupo selecto de poder al interior de las bolsas que impide efectuar cambios drásticos en el modelo de negocios, pues afecta sus intereses. Por ejemplo, el cambio de un modelo de negociación de viva voz a uno electrónico afecta a todo el grupo de operadores de bolsa.

Los avances tecnológicos de las últimas dos décadas, la internacionalización de las empresas y la relativa facilidad de éstas para acceder a otros mercados han obligado a las bolsas de valores a replantearse su modelo mutualista y a transformarse. Esto se debe a que los emisores de valores y los

* Master en Análisis Económico y Economía Financiera. Universidad Complutense de Madrid. Instituto Complutense Análisis Económico, licenciado en Economía. Facultad de Economía, UNAM. Jefe de Departamento de Logística, SHCP.

inversionistas dejan de ser sujetos cautivos a un mercado de valores o de derivados y se les posibilita acceder a cualquier mercado del mundo, para su financiamiento y para la inversión.

En este sentido las bolsas alrededor del mundo no sólo enfrentan la competencia local (en los países que existen varias bolsas) sino también la competencia de bolsas internacionales. La bolsa de Australia compete directamente con Toronto o Nueva York para financiar empresas, mientras que los inversionistas buscan las bolsas que mejores rendimientos y seguridad les den, ya sea Londres, Tokio, París o Chicago.

Bajo el modelo mutualista, las bolsas sólo se enfocan a dar valor a sus miembros, lo que impide a la administración de las bolsas hacer cambios que eleven su competitividad frente a otros mercados o responder rápidamente a las necesidades del mercado. La solución para estos conflictos es el proceso de desmutualización que consiste en la separación de la propiedad de la bolsa

de la exclusividad de negociación de valores de los socios. Esto convierte a la bolsa en una empresa con fines de lucro, porque dejan de estar al servicio exclusivo de sus socios para convertirse al servicio de los accionistas sea quienes fuesen. En otras palabras, en un modelo mutualizado, la bolsa busca reducir sus costos de transacción y mejorar su seguridad en negociaciones para beneficiar a los socios. Mientras que en un modelo desmutualizado, lo único que importa es la maximización del valor de las acciones, sin importar en manos de quien estén.

Este fenómeno comenzó en 1989 con la bolsa de futuros de Suecia, OM AB, que fue la primera bolsa en el mundo en colocar sus acciones en el mercado de valores en 1987. Esta bolsa fue pionera en la desmutualización y también en la integración de bolsas entre naciones, es decir, en la integración horizontal¹ (Véase recuadro 1 para mayor

¹ Integración horizontal: fusión de una misma línea de negocios entre diferentes países, ejemplo:

RECUADRO 1: EVOLUCIÓN DE OMX AB GROUP.

OMX (grupo sueco) nace en 1985. Es la primera bolsa en hacerse pública en 1987. En 1988 se fusiona con la bolsa de Estocolmo. En 2003 se fusiona con la bolsa de Reykiavik y con las bolsas de Estonia y Letonia. El mismo año, en un joint venture con London Stock Exchange lanza EDX London, una bolsa internacional para derivados de acciones. En 2004 adquiere la bolsa de Lituania. En 2005 se fusiona con la bolsa de Copenhague. En 2006 adquiere a la bolsa de Islandia y 10% de Oslo. Finalmente, el 27 de mayo de 2007 anunciara su fusión con la bolsa estadounidense NASDAQ.

Sólo es dueño del depósito central de valores de Lituania., ya que OMX apoya la creación de un depositario central único, pan-nórdico-báltico. Para ello ha vendido el depósito central de valores de Finlandia a la compañía VPC, que formo el grupo NCSD con sede en Suecia, el cual tiene contacto directo con todos los depósitos centrales de valores de nórdicos y bálticos.

OMX se encuentra listado como compañía pública en las bolsas de Estocolmo, Helsinki, Copenhague e Islandia. Debe de cumplir con la legislación de suecia en primer lugar, así como la del resto de los países.

Fuente: Información de OMX Corporate.

información sobre OMX). A partir de que el proceso iniciara en Suecia diversas bolsas en el mundo se han desmutualizado, cotizado públicamente y fusionado, principalmente en EUA, Europa y el este de Asia. Los ejemplos más sobresalientes son EURO-NEXT NV y su fusión con NYSE; Deutsche Börse; Toronto Stock Exchange, y NASDAQ.

Modelos de negocios de las bolsas de valores.

A nivel mundial se puede distinguir a grandes rasgos dos modelos de negocio de las bolsas de valores con fines de lucro. El primer modelo consiste en que una parte importante de los ingresos proviene de los

fusión de servicios de liquidación y compensación en varios países. Integración vertical: integración de todas las líneas de negocios relacionadas a un servicio dentro de un país, ejemplo: negociación de valores, liquidación y compensación e información del mercado.

servicios de liquidación y compensación. Un ejemplo es Deutsche Börse Group donde el 37.8% de sus ingresos provienen de los servicios de liquidación y compensación. Para el caso de Chicago Board of Trade (CBOT) este porcentaje es de 19.5% y para Bolsas y Mercados Españoles (BME) es de 23.1%. Véase Cuadro 1.

El segundo modelo, es de bolsas que tienen sus ingresos diversificados. Ejemplos son: Euronext NV, London Stock Exchange (LSX) y Toronto Stock Exchange (TSX). Una característica importante de estas bolsas es que no proveen de servicios de compensación y liquidación, y que éstos los contratan de terceros. Véase Cuadro 1.

Las razones de esta especialización se deben principalmente al modelo de integración que han seguido las bolsas. Deutsche Börse Group y BME, han aplicado un modelo de integración vertical, captando todas las líneas posibles de negocio dentro de sus respectivos mercados. Por ejemplo, BME

CUADRO 1
ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS DIVERSAS FUENTES DE INGRESOS DE DIVERSAS BOLSAS EN EL MUNDO

	Euronext 2006	CBOT 2004	LSE* 2006	ASX 2006	Deutsche Börse 2006	BME 2005	TSX 2006
Listado	5.1	-	19.6	23.8	0.0	10.4	30.7
Liquidación y compensación	1.1	19.5	-	43.6**	37.8	23.1	-
Negociación	26.1	3.4	43.0		16.9	42.9	41.5
Servicios de información	10.2	16.8	32.3	11.9	8.0	8.5	24.6
Software	16.8	-	-	-	5.1	3.8	-
Renta fija	2.2	-	-	-		2.7	-
Derivados	35.6	53.7	2.7	16.1	32.2	8.7	-
Otros	3.0	6.6	2.4	4.6	-	0.0	3.2

*Cifras para el 31 de marzo de 2006, fin del año fiscal en Inglaterra.

**Liquidación y compensación se incluyen dentro de negociación.

Fuente: Informes anuales de Euronext, CBOT, LSE, ASX, Deutsche Börse, BME y TSX.

ofrece todos los servicios relacionados a la transacción de valores y derivados en España, a través de sus subsidiarias, desde información de mercado hasta servicios de valor agregado en la administración de cuentas, pasando por servicios de negociación, liquidación y compensación.

En cambio, Euronext NV se ha centrado en un modelo de integración horizontal, es decir, la integración de una misma línea de negocios entre naciones. Euronext con este modelo generó una plataforma paneuropea de negociación de acciones, al fusionar las

bolsas de París, Amsterdam, Bruselas y Lisboa en un solo mercado. Igualmente, adquirió el mercado de derivados inglés Liffe y lo fusionó con el mercado portugués de derivados. Dado este modelo de negocios, Euronext realiza los servicios de liquidación y compensación a través de terceros. (Véase recuadro 2).

Por su parte, CBOT tiene un modelo de casi integración vertical, ya que también ofrece los servicios de liquidación y compensación, además de la de negociación e información de derivados. No obstante, no

RECUADRO 2: EVOLUCIÓN DE EURONEXT NV

Euronext nace en septiembre del año 2000, cuando se fusionan las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas. En julio de 2001 realiza su salida a mercados. En el año 2004 se fusiona con la bolsa de Lisboa y Porto BVLP (bolsa de derivados de Portugal) y adquiere Liffe (bolsa de productos derivados londinense). Cada bolsa continúa operando en su país, pero rebautizadas como Euronext Paris, Euronext Ámsterdam, Euronext Bruselas, Euronext Lisboa y Euronext.liffe. El mercado para los intermediarios y los inversionistas es uno sólo, pues cuenta con la misma plataforma de negociación (NSC para valores y Liffe Connect TM para derivados); reglas armonizadas y un único sistema de compensación (Clearing 21) y liquidación de valores.

El 17 de mayo de 2005 Euronext creó una bolsa para pequeñas y medianas empresas llamada Alternext. En julio del mismo año, Euronext junto con Borsa Italiana compran el 51% de las acciones de MTS, la plataforma más grandes de instrumentos de deuda en Europa con presencia en 14 países. Los servicios de liquidación y compensación de valores del mercado se hacen a través de las siguientes asociaciones o compañías:

1. LCH.Clearnet provee los servicios de liquidación de valores a Euronext. LCH.Clearnet tiene subsidiarias en cada país excepto Portugal. 9.8% de las acciones de LCH.Clearnet están en manos de Euronext. Esta compañía también provee de servicios a London Stock Exchange.
2. Euroclear Group es el proveedor de servicios de compensación y depósito central de valores para Euronext. Tiene subsidiarias en cada país con excepción de Portugal. También provee de los mismos servicios a London Stock Exchange a través de su subsidiaria CREST.
3. Interbolsa es la compañía encargada de la compensación y liquidación de valores en Portugal. Es una subsidiaria de Euronext Portugal. Tiene acuerdos con LCH.Clearnet y contacto directo con Euroclear.

El 1 de junio de 2006 Euronext y NYSE Group firman un acuerdo de fusión. Este acuerdo es ratificado en votación por los accionistas del NYSE con un 99.7% de los votos a favor, el 20 de diciembre de 2006. La fusión se concluyó en abril de 2007, creando el mercado de valores más grande del mundo.

Fuente: Euronext NV

ha incursionado en el mercado de negociación de valores. Por otra parte, LSE y TSX tienen modelos tradicionales, es decir, se centran en sus mercados nacionales de valores² y no son dueños de los servicios de liquidación y compensación.³

Actualmente, las fusiones y adquisiciones bursátiles alrededor del mundo se dirigen hacia las bolsas de derivados, puesto que tienden a tener mejores valuaciones que los mercados de valores. Existen diversas razones para ello. Primero, el crecimiento de los mercados de derivados en esta década ha sido espectacular, por ejemplo Chicago Mercantile Exchange (CME) ha tenido una tasa de crecimiento del 36.4% entre 2000-05, comparado con el 14.5% del NYSE (*The Economist*, 2007).

Además, los Hedge Funds, grandes inversionistas privados, se están dirigiendo hacia los mercados de derivados como una forma de administrar sus riesgos, y al mismo tiempo, pueden invertir en ellos sin importar las condiciones macroeconómicas de cualquier país. Asimismo, las bolsas típicas están limitadas por el número de

empresas mientras que en las bolsas de derivados sólo existe la limitante en la capacidad del Hedge Fund por contratar nuevos derivados.

Al mismo tiempo, la escasez de valor en los mercados de derivados los hace muy valiosos. Estas bolsas suelen tener un monopolio sobre los tipos de contratos que desarrollan y/o negocian, lo que genera grandes ganancias. Ejemplo de ello son las licencias sobre los derivados de índices S&P 500 o NASDAQ 100.

En este sentido, los mercados más atractivos de derivados para fusiones o adquisiciones son aquellos que tienen sus propios servicios de liquidación y compensación, como EUREX (subsidiaria de Deutsche Börse, que es dueña también de Clearstream, compañía dedicada a la liquidación y compensación). Una razón de esto es que pueden ofrecer servicios que sus clientes demandan, como administración de colaterales que implica reducir la cantidad de capital requerido para cubrir varias posiciones. Otro motivo, es que los servicios de liquidación y compensación otorgan grandes ganancias, aunque representen una pequeña porción del valor de las transacciones (Donohue, 2006).

La tendencia de fusiones y adquisiciones de mercados de derivados es ejemplificada con la reciente adquisición de International Securities Exchange (ISE) por Deutsche Börse⁴ y la fusión de Chicago Mercantile Exchange (CME) y CBOT.⁵

² LSE fue tratado de ser adquirido por la bolsa NASDAQ, la cual fracasó a pesar de haber obtenido el control de más del 15% de sus acciones a principios de 2007. TSX está impedido legalmente para incursionar en el mercado de derivados hasta 2009, cuando planea lanzar junto con International Securities Exchange una bolsa canadiense de derivados, para competir con la Bolsa de Montreal.

³ Los servicios de compensación y liquidación a LSE son ofrecidos por Euroclear y LHC.Clearnet. LSE sólo tiene una pequeña participación del 0.6% en Euroclear. Para TSX estos servicios son realizados por Clearing and Depository Services, en la cual TSX tiene una participación pequeña, la mayor parte de las acciones se encuentran en manos de los bancos y de la Investment Dealers Association of Canada.

⁴ El 30 de abril se firmó el acuerdo definitivo de compra. (Eurex, 2007)

⁵ El 17 de octubre de 2006 se firmó un acuerdo entre las directivas para la fusión de ambas bolsas de derivados. (CBOT, 2006). A la fecha la fusión no se ha realizado, pues los accionistas no han emitido su voto.

Conflictos potenciales y soluciones.

La desmutualización de las bolsas de valores y su conversión en empresas listadas en el mercado de valores implica diversos riesgos, derivados de un conflicto básico de intereses entre su función pública (como mercado y regulador del mismo) y su función privada (búsqueda de ganancias). Carso (2003) identifica las siguientes áreas de conflictos de interés:

1. Conflictos entre los mandatos de regulación y de negocio. Las bolsas pueden verse tentadas a usar sus poderes autorregulatorios sobre el mercado para beneficiar el desempeño de la bolsa como negocio.
2. Fondeo de la regulación. Existe la posibilidad de que las bolsas reduzcan los recursos dedicados a la regulación del mercado para usarlos en otras áreas para incrementar sus ingresos.
3. Conflictos de administración. El poder de las decisiones administrativas puede afectar a participantes del mercado y con ello beneficiar los ingresos de la bolsa.
4. Conflicto en la regulación de competidores. Existen la posibilidad de que la bolsa use la regulación para afectar e empresas listadas en la bolsa que compitan en alguna línea de negocios con la bolsa o a cualquier participante del mercado (brokers-dealers) que ofrezcan servicios similares a los de la bolsa.
5. Conflicto de autolistado. Cómo garantizar el cumplimiento de la bolsa de sus propios requisitos de listado y el monitoreo de la negociación de las propias acciones de la bolsa. Así como la toma de decisiones sobre la necesidad de investigarse a sí misma.
6. Conflictos específicos en funciones regulatorias: La bolsa tiene relaciones con las compañías listadas. La bolsa compite con brokers-dealers que regula. Relación de la bolsa como consumidor con brokers-dealers importantes. Subsidios cruzados en la negociación de valores. Los mercados que compiten con la bolsa y sus usuarios deben de usar sus servicios de liquidación y compensación, creando precios monopólicos de servicios.

Estos conflictos de interés tienen grandes implicaciones sobre el mercado y han dado paso al surgimiento de diversas soluciones para tratar con ellos. De acuerdo a Carso (2003) se pueden distinguir cinco modelos de gobierno corporativo para la administración de la bolsa de valores y su función de autorregulador de mercado, los cuales son:

1. La bolsa de valores en cuestión ejecuta todas las funciones de autorregulación del mercado de valores. Ejemplo: En Australian Stock Exchange (ASX), las funciones regulatorias son llevadas a cabo por una subsidiaria propiedad total de ASX (ASX Supervisory Review). Esta reporta directamente a la junta directiva de ASX y es respaldada por una revisión independiente de la Comisión de Inversiones y Valores de Australia.
2. La bolsa de valores regula sólo las actividades del mercado o ciertas actividades. La regulación de los participantes del mercado se lleva a cabo por el gobierno o por otra entidad autorregulatoria. Ejemplo: Euronext todavía mantiene una parte de sus actividades

autorregulatorias y otras las ha transferido a las autoridades correspondientes, dependiendo de la plaza de la que se trate. En Holanda, Euronext Amsterdam ha traspasado ciertas funciones de supervisión a la autoridad y mantiene las de aprobación de nuevos instrumentos financieros y la de compilación, vigilancia y establecimiento de las reglas del mercado primario. En Bélgica, Euronext Bruselas sólo regula la organización del mercado y la admisión, suspensión y exclusión de miembros. En Portugal toda la regulación está a cargo de las autoridades gubernamentales.

3. La bolsa de valores crea una entidad independiente, con su propio gobierno corporativo. Ejemplo: Toronto Stock Exchange (TSX) transfirió casi todos los poderes a una nueva compañía, en la cual TSX tiene una participación del 50%. TSX continúa realizando las operaciones de deslistado y administración de las reglas de negociación. La nueva compañía (Market Regulation Services) supervisa las reglas éticas de integridad y las reglas antimaniipulación. Esta compañía se encuentra altamente vigilada por las autoridades.
4. Todas las funciones de regulación del mercado están centralizadas en una entidad propiedad de la industria de los valores, es decir, de su organismo representador. Ejemplo: El NASDAQ es el responsable por la regulación, pero subcontrata a NASD Regulation (National Association of Securities Dealers) para lleva a cabo estas funciones.

5. Las funciones autorregulatorias de la bolsa se transfieren al gobierno. Ejemplo: Honk Kong Exchange (HKEx) sólo realiza la supervisión en listado y reglas de negocio. En caso de que la bolsa no cumpla adecuadamente con la regulación, la autoridad la asumirá. HKEx tiene un comité de conflictos, el cual deberá de reportar cualquier conflicto entre la bolsa y las empresas listadas a la autoridad.

Cada uno de estos modelos de gobierno corporativo y regulación del mercado ha sido creado pensando en la características del mercado financiero de cada país, lo que no los hace aplicables ni replicables con facilidad a otros mercados.

Perspectivas para México

La colocación de las acciones de la BMV⁶ en el mercado de valores debe de ser contextualizado como parte de un fenómeno internacional de competencia entre las bolsas de valores por mantener su propio mercado al mantener y aumentar su liquidez.

En el caso de la BMV, su competencia en Latinoamérica es la Bolsa de Sao Paulo (Bovespa), la cual ha colocado recientemente sus acciones en el mercado.⁷ Este mercado a diciembre de 2005 tenía un valor de capitalización de 474 mil millones de dólares y representaba el 59% del PIB de

⁶ El 21 de noviembre la BMV anunció el inicio de trabajos para la eventual oferta pública de sus acciones (BMV, 2006). Se espera que este proceso finalice el segundo semestre de 2007.

⁷ Desde junio de 2006 Bovespa y CBLC (Corporación Brasileña de Liquidación y Compensación) estudiaban la desmutualización y oferta primaria de sus acciones (WFE, 2006). La oferta primaria de acciones se concretó el 26 de octubre de 2007 (Bovespa, 2007).

Brasil. Mientras que la BMV sólo representaba el 28.3%, con un valor de capitalización de 236 mil millones de dólares.⁸

En esta tónica, la competencia con Bovespa es por lograr acuerdos con otras bolsas o tal vez fusiones para lograr la transferencia de tecnología y el desarrollo de nuevos productos, y de esta forma, convertirse en la bolsa más grande de Latinoamérica. La competencia también es por evitar que la liquidez de una bolsa sea absorbida por otra.

Podría parecer en primera instancia que la BMV es un mercado pequeño en comparación al brasileño. Sin embargo, el modelo de negocios de la BMV es muy atractivo por su integración vertical, que integra mercados de valores, derivados, servicios de

información, liquidación y compensación.

El Mercado Mexicano de Derivados (MexDer) es muy llamativo, pues se sitúa entre los más importantes. En 2006 se situó como el onceavo a nivel mundial (véase Cuadro 2). Asimismo, el contrato de futuros TIEE a 28 días es uno de lo que mayores volúmenes tiene a nivel mundial. En 2006 se situó en el cuarto lugar a nivel mundial (véase Cuadro 3).

Dada las tendencias mundiales a las fusiones y/o adquisiciones de mercados de derivados, la BMV se convierte en un mercado altamente atractivo a nivel mundial entre inversionistas internacionales gracias al MexDer y a su integración vertical.

El impacto de una posible fusión o alianza de la BMV con otra(s) bolsa(s) puede traer beneficios como nuevas tecnologías y nuevos productos. No obstante, también

⁸ Con datos de BMV y Banco Mundial.

CUADRO 2
BOLSAS DE DERIVADOS CON MAYOR VOLUMEN OPERADO DE OPCIONES Y FUTUROS. (2006-2005)
CONTRATOS

Rank 2006	Rank 2005	Bolsa de derivados	Volumen 2006	Volumen 2005
1	1	Korea Exchange	2,474,593,261	2,593,088,445
2	2	Eurex	1,526,751,902	1,248,748,152
3	3	Chicago ME	1,403,264,034	1,090,351,711
4	5	CBoT	805884413	674,651,393
5	4	Euronext.liffe	730,303,126	757,926,860
6	6	CBoE	674,735,348	468,249,301
7	7	ISE	591,961,518	448,659,669
8	8	Bovespa	287,518,574	268,620,460
9	11	Bolsa de Mercadorias	283,570,241	199,446,464
10	9	New York ME	276,152,326	204,610,365
11	15	MexDer	275,217,670	108,177,276
12	12	Philadelphia SE	273,093,003	162,618,812
13	10	American SE	197,045,745	201,763,980
14	13	NYSE Arca	196,586,356	144,780,498
15	14	NSE of India	194,488,403	131,651,692
16	16	OMX Exchange	123,167,736	103,509,936

Fuente: Futures Industry Association.

puede tener consecuencias no deseadas para el mercado y para México. Esto se debe a que la BMV es muy pequeña y se dedica a los valores gubernamentales en el mercado de dinero. Los valores gubernamentales (deuda del gobierno federal, de Estados y Municipios y de organismos descentrados) representan el 83.37% del mercado de dinero para el 1 de junio de 2007 (Accival - Banamex, 2007).

Por otra parte, el mercado de capitales se dedica a la especulación en valores privados y no al financiamiento de empresas. El número de empresas financiadas se ha reducido, mientras que el valor

de capitalización ha aumentado, lo que sugiere nulo financiamiento a nuevas empresas y especulación con las acciones de las empresas cotizadas. Usando datos del año 2000 al año 2006, se observa que las empresas listadas en el mercado accionario se han reducido año con año; el año 2000 existían 173 emisoras y para el año 2006 se redujeron a 134 emisoras. A su vez, el valor de capitalización de la bolsa se ha incrementado 2.41 veces en el mismo periodo. En el año 2000, el valor de capitalización del mercado accionario, a precios de 2006, era de \$1,561 miles de millones de pesos y

CUADRO 3
CONTRATOS DE DERIVADOS MÁS NEGOCIADOS EN EL MUNDO 2006
(MILLONES DE CONTRATOS)

Rank	Contrato	Monto	Rank	Contrato	Monto
1	Kospi 200 Options, KoreaExchange	2,414.42	11	Euro-Schatz	165.32
2	Eurodollar Futures, CME	502.08	12	1-Day Interbank Deposit Futures, BM&F	161.65
3	Euro-Bund Futures, Eurex	319.89	13	DJ Euro Stoxx 50 Options, Eurex	150.05
4	Eurodollar Futures, CME	268.96	14	5 Year T-Note Futures, CBOT	124.87
5	TIIE 28 Días, MexDer	264.16	15	S&P 500 Index Options, CBOE	104.31
6	E-mini S&P 500 Index Futures, CME	257.93	16	Taix Option, Taifex	96.93
7	10-Year T-Note Futures, CBOT	255.57	17	E-mini Nasdaq 100 Futures, CME	93.75
8	DJ Euro Stoxx 50 Futures, Eurex	213.51	18	30-Year T-Bond Futures, CBOT	83
9	Euribor Futures, Euronext.liffe	202.09	19	E-mini Nasdaq 100 Futures, CME	79.94
10	Euro-Bobl Futures, Eurex	167.31	20	TA-25 Index Options, TASE	75.49

Fuente: Futures Industry Association.

para el año 2006 fue de \$3,771 miles de millones de pesos (BMV).

Los nuevos accionistas no tendrían incentivos para pedirle a la administración incrementar el número de empresas cotizadas en el mercado de valores, pues hasta ahora no lo han logrado y depende mucho de las expectativas económicas de crecimiento de las empresas y de México. En cambio, si tendrían muchos incentivos para extraer el mayor valor de los valores gubernamentales, ya que representan un riesgo muy pequeño en comparación a los valores privados.

Igualmente, la administración trataría de maximizar el valor extraído del MexDer, así como el recolectado de las tarifas de servicios de liquidación y compensación, ya que representan una fuente importante y segura de ingresos gracias a los contratos de futuros sobre TIIIE a 28 días, que representan el 75% del volumen del mercado para 2006. (Futures Industry Association, 2007).

Por lo tanto, es de esperarse que la administración de la BMV impulsará las líneas de negocio más seguras para incrementar el valor de las acciones de la misma BMV antes que desarrollar nuevos mercados. En otras palabras, impulsaría el rentismo sobre los valores gubernamentales y la especulación, en especial sobre el mercado de derivados, porque pocas empresas en México lo usan para cubrir riesgos.

Sobre el modelo de gobierno corporativo que puede adoptar la BMV no es posible dilucidarlo con la información disponible. Para ello se requeriría estudiar el documento final de la oferta pública primaria de acciones, el cual no se dará a conocer hasta la colocación de las acciones en el mercado.

Conclusiones

A nivel mundial las bolsas de valores y derivados están inmersas en un proceso de desmutualizaciones y oferta pública de sus acciones, así como de adquisiciones y fusiones. Esto se debe al incremento de la competencia entre dichas bolsas, derivado del desarrollo de nuevas tecnologías y de la internacionalización de las empresas e inversionistas.

La tendencia actual se dirige a la fusión y/o adquisición de bolsas de derivados, pues su crecimiento ha sido espectacular y estos mercados cuentan con menores restricciones de crecimiento que las bolsas de valores.

Bajo esta situación las autoridades de diferentes naciones se han enfrentado a nuevos desafíos. El mayor es compatibilizar los objetivos divergentes de función pública (como mercado y regulador del mismo) y función privada (búsqueda de ganancias) de las bolsas desmutualizadas. Las soluciones han llevado a la creación de una variedad de arreglos de gobierno corporativo, que tienen como fin eliminar y/o disminuir los conflictos de interés para el correcto funcionamiento del mercado.

En México la BMV ha entrado de lleno a esta tendencia mundial y ha decidido colocar sus acciones en el mercado. El análisis sugiere que la oferta pública de la BMV puede tener efectos positivos en cuanto a transferencia de tecnología y desarrollo de nuevos productos en el mercado. No obstante, es probable que la BMV al funcionar como empresa de lucro impulse la especulación y el rentismo dado su actual modelo de negocios, dejando de lado el financiamiento de las empresas, que debería de ser su principal función.

Escenarios de mayor rentismo y especulación dentro del mercado de valores, pueden conducir a crisis financieras graves como la crisis de 1994. En este sentido, el papel del gobierno no se debe centrar en eliminar los conflictos de interés derivados del listado de las acciones de la BMV en el mercado accionario. También debe de limitar la especulación financiera y el rentismo del mercado, para lograr conservar la estabilidad financiera del país.

BIBLIOGRAFÍA.

- Accival – Banamex (2007), *La semana de deuda corporativa*. Banamex. México, DF. 28 de mayo al 1 de junio de 2007.
- Aggarwal, Reena & Dahiya, Sandeep (2005) “Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 3 pp. 96-103. Summer 2006.
- Aggarwal, Reena (2002) “Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15 number 1, pp. 105-113.
- BMV (2006) Comunicado de prensa, 21 de diciembre de 2006. México, DF.
- BOVESPA (2007) Comunicado de prensa, 26 de diciembre de 2007. Sao Paulo, Brasil.
- Carso, John W. (2003) “Conflicts of Interest in Self-regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?,” *World Bank Policy Research Working Paper*, 3183.
- Cascán Porbén, David, (2004) “Presente y Futuros de los Mercados Financieros,” *Trabajo de investigación del programa de doctorado interuniversitario en finanzas cuantitativas* n° 11. Universidad Complutense de Madrid, Universidad del País Vasco y Universidad de Valencia. España
- CBOT (2006) Comunicado de prensa, 17 de octubre de 2006. Chicago, EUA.
- Donohue, Craig S. (2007) “A case for market-driven solutions in clearing and settlement,” *Swiss Derivatives Review* 33 pp. 46-47.
- Elliott, Jennifer (2002) “Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective,” *IMF Working Paper*, July 1, 2002.
- Eurex (2007) Comunicado de prensa ISE-Eurex, 30 de abril de 2007.
- European Central Bank (2000) “Consolidation in the Securities Settlement Industry,” *ECB Monthly Bulletin*, February 2000. European Central Bank
- Hazarika, Sonali (2005) “Governance Change in Stock Exchanges,” City University of New York. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=687545>
- Hughes, Pamela S. & Ehsan Zargar (2006) *Exchange Demutualization*. Blake, Cassels & Graydon LLP. Canada.
- Koskenkyla, Heikki (Ed.) (2004), *Financial Integration*, Bank of Finland Studies. Finlandia.
- Martin, Kadri, (2005) “Integration of Securities Market Infrastructure in Europe,” *Kroon & Economy* No 4, pp. 16-20.
- Pagano, Marco & Padilla, Jorge (2005) *Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext natural experiment*. A report for Euronext, Non-confidential version, LECG.
- Schmiedel, Heiko & Andreas Schönenberg, (2005) “Integration of Securities Market Infrastructure in the Euro Area,” *Occasional Paper Series* No. 33. European Central Bank.
- The Economist (2007) “Buy, Buy, Buy”. *The Economist*, May 24, 2007.
- World Federation of Exchanges (2006) *Focus*, N° 160 <http://www.world-exchanges.org>
- Otras fuentes de información:
 Toronto Stock Exchange www.tsx.com
 Australian Stock Exchange www.asx.com.au
 London Stock Exchange:
www.londonstockexchange.com
 Euronext NV www.euronext.com
 NYSE www.nyse.com
 NASDAQ www.nasdaq.com
 Hong Kong Exchange www.hkex.com
 Bolsas y Mercados Españoles:
www.bolsasymercados.es
 OMX Corporate www.omxgroup.com
 Bolsa Mexicana de Valores www.bmv.com.mx
 Chicago Board of Trade www.cbot.com
 Deutsche Börse <http://deutsche-boerse.com>
 International Securities Exchange:
www.iseoptions.com