

Mercados Extrabursátiles

Cuando se habla del mercado de valores, la imagen más común suele ser la de una bolsa organizada donde compradores y vendedores negocian acciones, bonos y otros instrumentos financieros mediante sistemas centralizados y supervisados. Sin embargo, una parte importante del sistema financiero mundial opera fuera de estas estructuras tradicionales: el mercado extrabursátil, conocido internacionalmente como mercado Extrabursátil u Over The Counter – OTC.

Aunque para muchos inversionistas este término puede resultar poco familiar, los mercados OTC desempeñan un papel relevante dentro de las finanzas modernas. De hecho, una cantidad significativa de operaciones financieras relacionadas con derivados, deuda privada, Private Placement Program – PPP, divisas y otros instrumentos especializados se negocian diariamente mediante este mecanismo.

Pero entender cómo funcionan implica una pregunta importante: ¿hasta qué punto la flexibilidad financiera puede coexistir con la transparencia y la supervisión del mercado?

¿Qué es un mercado OTC?

El OTC, puede traducirse como “sobre el mostrador” o “extrabursátil” y hace referencia a operaciones financieras realizadas directamente entre dos partes, sin utilizar una bolsa organizada como intermediario central.

- En un mercado bursátil tradicional, compradores y vendedores envían órdenes a un sistema centralizado donde las transacciones se ejecutan bajo reglas estandarizadas y visibles para todos los participantes.
- En cambio, en mercados extrabursátiles las operaciones se realizan mediante negociaciones directas entre participantes, normalmente con la participación de intermediarios financieros, brokers o creadores de mercado – Market Makers.

Esta diferencia parece menor, pero modifica significativamente la dinámica del mercado.

Los mercados organizados funcionan bajo procesos estandarizados: horarios definidos, mecanismos públicos de negociación, referencias claras de precios y reglas homogéneas para todos los participantes.

Los mercados OTC, por el contrario, ofrecen una mayor capacidad de adaptación y negociación personalizada.

¿Por qué existen los mercados OTC?

La razón principal es sencilla: no todos los instrumentos financieros pueden estandarizarse. Algunas empresas o inversionistas requieren estructuras específicas que difícilmente podrían ajustarse a las características rígidas de una negociación tradicional.

Entre los instrumentos que comúnmente se negocian mediante mecanismos OTC se encuentran:

- Derivados financieros personalizados
- Contratos de cobertura cambiaria
- Instrumentos de deuda privada

- Bonos estructurados
- Determinadas acciones de empresas pequeñas
- Productos financieros especializados
- Otros, y es importante destacarlo porque como se mencionó no están estandarizados, por lo que pueden nacer todos los días.

Por ejemplo, una empresa podría requerir una cobertura frente a riesgos de tipo de cambio bajo condiciones muy particulares de plazo, monto o forma de pago. Un producto negociado en bolsa podría no satisfacer exactamente dicha necesidad, mientras que un contrato OTC podría diseñarse prácticamente a medida.

Esta capacidad de adaptación constituye una de las principales fortalezas de estos mercados, pero a su vez, también introduce riesgos importantes.

La otra cara de la flexibilidad: menor transparencia

Precisamente la principal ventaja del mercado OTC representa también una de sus mayores fuentes de preocupación.

Mientras las bolsas organizadas operan bajo mecanismos centralizados de información y supervisión, los mercados OTC suelen desarrollarse mediante acuerdos privados entre participantes específicos.

Esto implica que una parte importante de la información relacionada con precios, condiciones de negociación, volúmenes transados o participantes involucrados puede no encontrarse disponible para el mercado en general.

Es importante aclarar que esto no significa que los mercados OTC sean ilegales o informales. Grandes bancos internacionales, fondos de inversión y corporaciones participan diariamente en este tipo de operaciones.

El resultado de lo expuesto implica que los niveles de transparencia suelen ser menores en comparación con mercados organizados. Cuando existe menor visibilidad aparece un fenómeno conocido como asimetría de información.

La asimetría de información ocurre cuando algunos participantes poseen más información o mejores capacidades de negociación que otros actores del mercado.

En mercados organizados, miles de órdenes interactúan continuamente permitiendo la formación de precios y condiciones de negociación. En mercados OTC, los precios pueden depender en mayor medida de negociaciones privadas entre partes específicas.

Como consecuencia, el proceso de formación eficiente de precios puede volverse menos transparente.

El riesgo de contraparte

En una bolsa organizada normalmente existen mecanismos institucionales que ayudan a garantizar el cumplimiento de obligaciones entre compradores y vendedores.

En mercados OTC, las operaciones pueden depender en mayor medida de la capacidad individual de las partes para cumplir con sus compromisos. En otras palabras, existe una

exposición relativamente mayor a riesgos derivados de incumplimientos o problemas financieros de alguno de los participantes.

En períodos normales este aspecto puede pasar desapercibido; sin embargo, durante escenarios de estrés financiero puede convertirse en una fuente importante de preocupación.

Las lecciones que dejó la crisis financiera

La crisis financiera internacional de 2008 constituye probablemente uno de los ejemplos más conocidos sobre los riesgos asociados a mercados privados con limitada visibilidad.

Una parte importante de derivados financieros complejos negociados fuera de mercados organizados generó una red de exposiciones entre instituciones financieras que resultó difícil de identificar y medir oportunamente.

Las interconexiones entre participantes eran tan complejas que, cuando comenzaron los incumplimientos, el sistema enfrentó dificultades para determinar dónde se concentraban realmente los riesgos.

Posteriormente, diversos organismos internacionales impulsaron reformas destinadas a incrementar reportes regulatorios, mecanismos de compensación y requisitos adicionales de transparencia.

La experiencia dejó una conclusión importante: la innovación financiera y la flexibilidad son necesarias, pero requieren mecanismos adecuados de control.

El libro de Michael Lewis llamado “The Big Short” sobre la base del cual además se estrenó una película que dentro del mundo financiero es altamente recomendable. Existe una sección importante acerca de una conversación de Michael Burry con sus principales inversionistas, y donde ellos le destacan que no existe un instrumento que cubra el incumplimiento del pago de las hipotecas que estaban detrás de los Mortgage Backed Securities – MBS¹ y es aquí, donde el responde “*I am going to get the bank to make me one. Then, I'm going to buy it*” y fue aquí donde nacieron los Credit Default Swaps o Permuta de incumplimiento crediticio que fue a su vez, el inicio del descontrol en mercados y posterior crisis. Todos los instrumentos creados para el efecto eran en mercados extrabursátiles, el control que se ejerció sobre estos fue bajo, las reglas de juego fueron poco transparentes y el regulador no estuvo en condiciones de controlarlos.

Las consecuencias de esta crisis fueron amplias, pero se destaca la capacidad que tuvo de impactar a la economía mundial, y otros sectores como el asegurador que estuvo por detrás de asegurar una gran cantidad de defaults, el sector inmobiliario debido a la repentina caída de precios de los inmuebles al reventar la burbuja y el sector real debido a que al detenerse el sistema financiero dejó de proveer de créditos que estas necesitaban para operar.

El debate actual: eficiencia versus confianza

Actualmente, los mercados financieros enfrentan un desafío permanente: encontrar un equilibrio entre flexibilidad y supervisión. Por un lado, reducir procesos y simplificar

¹ Producto que en esencia es bastante similar a nuestra titularización de cartera hipotecaria

estructuras puede facilitar operaciones y disminuir costos. Pero, por otro lado, una reducción significativa de transparencia podría generar efectos no deseados sobre la confianza y el funcionamiento general del mercado.

Este aspecto adquiere especial relevancia en economías relativamente pequeñas como Ecuador, donde la profundidad del mercado aún se encuentra en desarrollo y donde las referencias públicas de precios cumplen un papel importante para generar confianza entre participantes.

Otra de las discusiones relevantes, guarda relación con el potencial conflicto de intereses que podría generarse al entregar a las instituciones de intermediación financiera la capacidad de participar en la desintermediación de valores porque son al mismo tiempo, entre otras cosas emisores e inversionistas institucionales.

Existe por su parte el concepto de solvencia patrimonial, donde es claro que esto es algo que podría entenderse que tienen en mayor medida las instituciones de intermediación financiera, y esto es clave debido a que en su caso el patrimonio técnico es lo que sustenta su capacidad de realizar operaciones de préstamos y asumir riesgos. El caso de la desintermediación es diferente, porque las casas de valores son justamente eso, entidades que atan la oferta o excedentes de liquidez con demanda o necesidades de liquidez, en este caso es claro que no es necesaria solvencia de este tipo.

En este punto, cabe hablar de regulación, la Constitución vigente de la República del Ecuador reconoce a las actividades financieras como servicios de interés público y por tanto si bien actúa el sector privado son los Entes de Control quienes están encargados de regularlos. Las instituciones bancarias o IFIS cuentan con una regulación diferente a la del mercado valores, separada en distintos libros dentro del marco normativo y las regulan distintas Superintendencias. El entregar las facultades relacionadas con el mercado de valores generaría un nuevo frente de control para una Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que se ha visto abrumada con la situación actual, y además daría a los bancos una nueva regulación a la cual ajustarse.

Actualmente, los bancos pueden actuar ya en el mercado de valores, pero como grupo financiero, esto se habilitó ya pero no se ha realizado ninguna acción para que las casas de valores vuelvan a formar parte de estos grupos.

Más allá de posiciones específicas sobre reformas o cambios regulatorios, el debate técnico probablemente no debería centrarse en si deben existir mecanismos extrabursátiles, ya que prácticamente todos los sistemas financieros desarrollados cuentan con ellos, si no en los potenciales conflictos de interés que podrían haber si esto se implementa.

Los mercados OTC representan una herramienta financiera legítima y ampliamente utilizada a nivel mundial. Su capacidad para adaptar soluciones y facilitar estructuras especializadas constituye una ventaja importante para empresas e inversionistas.

Sin embargo, la historia financiera también demuestra que una menor transparencia puede incrementar riesgos relacionados con formación de precios, asimetrías de información y supervisión.

La confianza constituye uno de los activos más valiosos de cualquier sistema financiero. Y en mercados de capitales, la confianza rara vez surge de la opacidad; generalmente surge de la información, la transparencia y reglas claras para todos los participantes.