

Jorge Yzaguirre

DIRECTOR DE RENTA VARIABLE DE BME

En los últimos compases del mes de abril BME culminó con éxito la renovación de la plataforma de contratación de la Bolsa española (SIBE) que unifica la negociación de Acciones, ETFs, Warrants y otros productos de inversión en un único sistema. La nueva plataforma multiplica por diez la velocidad del anterior Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) y mantiene los estándares de fiabilidad y transparencia que han convertido a la Bolsa española en una referencia entre los grandes mercados financieros del mundo. La combinación ha dotado al BME de la potencia imprescindible para competir en un entorno cada vez más complicado como consecuencia de los efectos de la crisis. En opinión de Jorge Yzaguirre, director de Renta Variable de BME, sólo hay una pequeña, pero fundamental, diferencia entre las dos plataformas: ahora todo sucede mucho más rápido, lo que proporciona a BME un plus de competitividad adicional en la carrera por alcanzar la máxima velocidad de respuesta, o la latencia mínima, según la terminología especializada, en la que participan, hoy por hoy, todas las grandes bolsas mundiales.



El nuevo SIBE multiplica por diez la capacidad de respuesta del mercado y mantiene estándares de seguridad elevados

Carlos Humanes y Rafael Alba
Periodistas

Con la reciente introducción del nuevo SIBE, la Bolsa española ha dado un paso decisivo para asegurar el futuro de un modelo tecnológico, ya contrastado, que combina la velocidad que requieren las fórmulas actuales de negociación, con la seguridad necesaria para el buen fin de las operaciones. Según el director de Renta Variable de Bolsas y Mercados Españoles (BME), Jorge Yzaguirre, *“con el nuevo sistema, hemos aumentado considerablemente la velocidad de tramitación de las órdenes que nos llegan desde cualquier parte del mundo. Ahora conseguimos hacer en menos de un milisegundo, lo que antes nos costaba diez. Es decir, que hemos multiplicado por diez la velocidad de transacción”*.

Es un hecho, los tiempos han cambiado y las necesidades de los inversores también. Por eso las plataformas tecnológicas que les dan servicio han de adaptarse a esa evolución, aunque para lograrlo tenga que cambiar la perspectiva y utilizar un nuevo enfoque que permita configuraciones más adecuadas. Un proceso que Yzaguirre ha vivido paso a paso y desde dentro. *“Hace quince o veinte años, lo importante eran los terminales de contratación desde los que se introducían órdenes manualmente. Hubo que asegurarse de que el acceso fuera universal. Hoy las necesidades son otras. La prioridad actual es la gestión de la entrada de órdenes automática. Se requieren sistemas que reconozcan y clasifiquen velozmente lo que les llega, por medio de unos ficheros determinados y unos formatos prefijados”*, aclara.

Y, ¿cómo repercute ese fenómeno en el día a día de la negociación bursátil? ¿Cuáles son los cambios que pueden apreciarse en el flujo habitual de las operaciones?

Según Jorge Yzaguirre, lo que sucede ahora es que hay multitud de órdenes que, a pesar de haber sido emitidas, finalmente, no se traducen en negociación real. Pueden ser modificadas, canceladas o reintroducidas antes del último paso y ese proceso, provocado por los modelos automáticos, aumenta de forma exponencial la exigencia a la que se ven sometidos los sistemas de interconexión y los ordenadores integrados en las plataformas de negociación.

“Estos sistemas automáticos se basan en modelos estadísticos, econométricos, que conjugan datos extraídos de nuestro propio mercado, con otros que les llegan de distintos canales de información y lanzan las órdenes a velocidades vertiginosas que exigen una capacidad de respuesta igualmente vertiginosa”, explica.

Seguridad y confianza: ejes básicos de cualquier renovación en la Bolsa española

Por suerte, en paralelo, la tecnología disponible ha aumentado su capacidad y su potencia. Pero, en opinión del director de Renta Variable, la rapidez que se exige a la tramitación de órdenes en los mercados financieros modernos debe ir acompañada por la máxima seguridad, sin ese aditamento básico todo el esquema se vendría abajo. Algo que no ocurrirá con el nuevo SIBE donde, como detalla nuestro entrevistado, se compatibilizan perfectamente los dos componentes básicos de esta mezcla de éxito contrastado a los que nos hemos referido. Lo explica con claridad Yzaguirre: *“La velocidad es muy importante en el esquema de funcionamiento de los mercados de valores hoy. Sin embargo, las Bolsas se deben a*

◉ *un principio histórico de preservar ante todo la confianza de inversores y todos los agentes que interactúan en los mercados. Cumplimos una función social que es prioritaria y debe inspirar nuestros objetivos que pasan por ser un mercado eficiente, competitivo y rentable. Por eso, en este caso como en otros, hemos dado prioridad a los controles sobre la rapidez. Hemos sido muy prudentes. En los últimos diez años hemos desarrollado unos buenos sistemas de control y distintos filtros de entrada. Se basan en unos rangos estáticos y dinámicos que cierran el paso a las órdenes emitidas a precios que no sean razonables. Además, cuando las órdenes alcanzan unos volúmenes determinados sólo pueden ser emitidas por personas físicas que hayan aprobado el examen de operador de SIBE. Con estas precauciones, aunque facilitamos una operativa veloz y fluida, en cuanto ocurren cosas extrañas que pueden alterar el desarrollo normal y equitativo de la operativa del mercado, la contratación se para”.*

La filosofía del antiguo SIBE perdura en la plataforma que acaba de sustituirlo. El modelo de mercado sigue

Los filtros son tan importantes como la velocidad. Si hay fallos debemos intentar corregirlos antes de que las órdenes se negocien. Estamos tratando con material muy sensible. Es siempre mejor evitar los problemas que tratar de resolverlos



siendo el mismo y también en el nuevo SIBE las órdenes de compra se organizan en función de su precio de mayor a menor y las de venta de menor a mayor, hasta que se produce un case y se fija el precio. Pero cuando la negociación de un valor se detiene temporalmente, por la ruptura de cualquiera de los rangos establecidos, el sistema suspende su cotización. Son las ya famosas subastas de volatilidad. Períodos de cinco minutos, durante los cuales el valor en cuestión puede recibir órdenes, pero se permite a los inversores que las cancelen o las modifiquen si lo desean. Para Yzaguirre, la existencia y el buen funcionamiento de estos controles explican que en los grandes mercados europeos, que usan plataformas tecnológicas parecidas, no hayan ocurrido percances en la contratación similares a los que han sucedido en otras bolsas mundiales. Como por ejemplo, el célebre ‘flash crack’ que sufrió la Bolsa de Nueva York, el 6 de mayo de 2010, cuando los mecanismos automáticos de lanzamiento de órdenes provocaron un colapso que paralizó Wall Street. *“En las bolsas estadounidenses han primado siempre mucho la fragmentación y la velocidad -asegura Yzaguirre- pero quizá no se preocuparon lo suficiente de establecer unos sistemas de control que estuvieran a la altura de esas otras características del mercado”.*

Algo que BME sí ha hecho y se ha convertido en otro diferencial favorable aportado por su modelo tecnológico. Entre otros motivos, porque estos incidentes tecnológicos acarrear un alto riesgo reputacional para los distintos mercados financieros y provocan pérdidas evidentes de la confianza que han depositado en ellos sus usuarios. Para Jorge Yzaguirre, resulta fundamental extremar las precauciones para evitar estos peligrosos deslices. *“Los filtros son tan importantes como la velocidad. Si hay fallos debemos intentar corregirlos antes de que las órdenes se negocien. Estamos tratando con material muy sensible. Todo lo que pasa en el mercado debe ser difundido porque la transparencia es otra exigencia básica. Es siempre mejor evitar los problemas que tratar de resolverlos”*, afirma.

Un mercado igual preparado para todo tipo de inversores >>

Ese exquisito cuidado que ha puesto BME en compatibilizar la velocidad con la seguridad ha tenido otros efectos beneficiosos. Ha propiciado, por ejemplo, la convivencia entre los inversores tradicionales, que no necesitan altas velocidades para realizar su trabajo, y la incorporación al mercado de los operadores de alta frecuencia (HFT, por sus siglas en inglés). La Bolsa española ha sido capaz de asegurar a unos y a otros los mejores precios disponibles en el mercado sin suponer un obstáculo para la implementación efectiva de las estrategias de inversión de cada cual. Para Yzaguirre, la compatibilidad conseguida entre los intereses de todos los implicados, desde los inversores minoristas, a los institucionales pasando por los grandes bancos y los operadores de alta frecuencia, es una de las pruebas más evidentes del gran éxito conseguido por el proceso de desarrollo del mercado de valores español impulsado desde BME. *“En la Bolsa son igualmente bienvenidos los clientes de alta frecuencia”* ◉

SIGUE EN PÁGINA 30

SEND ▶

Sistema Electrónico de Negociación de Deuda

La plataforma electrónica de renta fija para el inversor particular

El SEND es la respuesta de BME al creciente número de inversores particulares que destinan sus ahorros a la Renta Fija. Con un funcionamiento similar al de la Bolsa ofrece al inversor mayor seguridad, transparencia e inmediatez en su operativa.

Facilita a las entidades financieras una nueva vía para canalizar las demandas de compraventa de activos de Renta Fija de sus clientes.



CONTACTO: www.aiaf.es 91 709 53 26 send@grupobme.es

BME es transparencia

GRUPO BME
> RENTA VARIABLE: BOLSA DE MADRID | BOLSA DE BARCELONA | BOLSA DE BILBAO | BOLSA DE VALENCIA | SOCIEDAD DE BOLSAS | LATIBEX | MAB | ETFs > DERIVADOS: MEFF > RENTA FIJA: AIAF | SENAF > COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN: IBERCLEAR | REGIS-TR | LINK-UP MARKETS > INFORMACIÓN: INFOBOLSA | FAIRVALUE | MARKET DATA | BME CLIMA > CONSULTORÍA Y TECNOLOGÍA: VISUAL TRADER | BME INNOVA > FORMACIÓN: INSTITUTO BME



1992-2012: Un salto de dimensión muy importante en sólo dos décadas

En los 5 primeros meses de 2012 en SIBE...



...se han negociado
313.000
millones de euros.

4 veces más que en todo 1996 (primer año completo de funcionamiento del SIBE) y 1,5 veces más que en los primeros 5 meses de 2002.



...se han cruzado
20,6
millones de operaciones.

7 veces las ejecutadas en todo 1996 y tres veces las registradas en el mismo período de 2002.



...se han gestionado
136
millones de órdenes.

24 veces las tramitadas en todo 1996 y 11 veces las anotadas entre enero y mayo de 2002. Son el doble de las que pasaron por SIBE en 2007, año récord histórico en volumen negociado.

VIENE DE PÁGINA 28

⊗ y los tradicionales. Hemos comprobado que podemos dar un buen servicio a ambos grupos. La convivencia es tranquila. Todos salen ganando porque, en general, los sistemas automáticos de ejecución de órdenes de alta frecuencia son buenos para el mercado. Aumentan la liquidez y las posiciones de compra y venta acuñadas en los libros. Así que todos pueden aprovecharse del negocio de los demás”, afirma Yzaguirre.

Aumenta el peso de las “operaciones automáticas” sin menoscabar la calidad del mercado >>

Desde su dilatada experiencia en el mercado, el director de Renta Variable de BME rechaza que existan evidencias empíricas que demuestren que la HFT sea perjudicial para la negociación habitual de las bolsas. Quizá haya más de desconocimiento y de mito que de realidad en muchos de los efectos malignos que, desde algunos ámbitos, se le atribuyen a la alta frecuencia. “Nosotros no tenemos constancia de que la negociación de alta frecuencia incremente la volatilidad, ni de que haya una correlación entre la HFT y las situaciones de abuso de mercado. Es más, tampoco ha podido establecerse esa conexión en la operativa de los mercados de otros países”, afirma.

La cohabitación entre colectivos de clientes aparentemente dispares fortalece, además, la democratización del mercado y facilita la participación de los ciudadanos en la financiación empresarial. Aunque, en los últimos tiempos, los ‘traders’ que trabajan con algoritmos mecanizados han ganado peso en el conjunto. “Las órdenes automáticas suponen cada vez un porcentaje mayor del total, pero conviven perfectamente con las manuales. Por eso decimos que este sistema es tremendamente democrático, porque trata igual a una orden mecanizada que le llega a la máxima velocidad que las que introduce manualmente un operador. Las reglas son también las mismas para los grandes clientes y los pequeños”, explica Yzaguirre.

Y esa es precisamente una de las claves de la armonía conseguida por BME, gracias a sus plataformas

tecnológicas, entre unos intereses que podrían parecer dispares y, en ocasiones, hasta enfrentados, el hecho de que las normas del mercado sean iguales para todos y no se establezcan segmentaciones que favorezcan a un tipo determinado de cliente por encima del resto en ninguno de los aspectos básicos cuya funcionalidad debe estar asegurada para todas las operaciones, los referentes a la prioridad, el precio o el tiempo de emisión. Y lo mismo sucede con los tramos finales de la negociación (el perfeccionamiento o liquidación de las transacciones efectivas) en los que debe asegurarse el buen fin de las operaciones. “La poscontratación y la liquidación de las operaciones de alta frecuencia se hace completamente igual que la de los clientes más tradicionales. Los sistemas de fijación de garantías, los plazos para la entrega de los títulos son exactamente los mismos. El ratio de finalización adecuada de liquidaciones del mercado español es uno de los mejores de Europa”, asevera.

El nuevo SIBE es heredero de un sistema pionero en interconexión y altamente fiable >>

BME ha realizado un largo viaje para llegar hasta esta realidad que supone ya el nuevo SIBE. Un periplo que se ha extendido durante algo más de dos décadas y en el que, sin embargo, los principios básicos no han variado. Como matiza el director de Renta Variable de BME, la introducción de esta flamante plataforma es, en realidad, un paso más en el proceso de desarrollo de un soporte tecnológico flexible y de amplia capacidad que las Bolsas españolas iniciaron en 1989, cuando se introdujo en España el Computer Assistant Trading System de la Bolsa de Toronto, el viejo CATS, que prestó servicio durante seis años. Fue sustituido por el SIBE en 1995, un sistema ya íntegramente desarrollado por los técnicos del mercado español, cuyos puntos fundamentales se mantienen.

“Fuimos pioneros en el montaje de un mecanismo de interconexión bursátil entre las cuatro Bolsas españolas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Este sistema ha aportado, y aporta, mucho valor añadido, al asociar a estos mercados dentro de un mismo libro electrónico de

"Minutos" de oro, máximos históricos



En **2007** se promedió una negociación en SIBE de casi **13 millones de euros por minuto** de sesión.

En **2012** se cruzan un promedio de **370 operaciones por minuto** de sesión y se gestionan **más de 2.400 órdenes**. Son máximos históricos.

órdenes que canalizan todas las operaciones de compra y venta, lo que permite la agrupación de la liquidez en un único punto para que no haya restricciones en las negociaciones que se efectúan entre todos los miembros del mercado", detalla Yzaguirre.

El viejo sistema aseguró también la accesibilidad total. Permitted que cualquier persona pudiera introducir sus órdenes desde cualquier terminal situado en cualquier punto. Esa característica se mantiene, por supuesto. Además, ahora todos los mercados gestionados por BME trabajan en un mismo entorno informático, lo que proporcionará a la compañía un importante ahorro de costes gracias a la estandarización de los procesos.

El SIBE introdujo muchas mejoras sobre las prestaciones del CATS, tanto en *software* como en *hardware*, y se anticipó tanto a las necesidades presentes y futuras de sus usuarios que, con unas mínimas modificaciones efectuadas cada cierto tiempo, ha seguido en servicio hasta hace unos meses. Y lo ha hecho, con un fantástico historial de 'robustez' y ausencia de incidentes tecnológicos -según la gráfica definición que aporta Yzaguirre- que ha permitido a BME conseguir la confianza plena de los inversores internacionales. Como queda demostrado por el liderazgo indiscutible del Grupo en la negociación mundial de los valores españoles.

El primer SIBE fue una plataforma completamente diseñada y desarrollada 'in house', por los técnicos de BME, que -como recuerda Jorge Yzaguirre- dotó al sistema de unas capacidades que estaban completamente en línea con las que poseían los grandes mercados mundiales, lo que atrajo hacia las Bolsas españolas a los mismos clientes que tenían las otras grandes plazas financieras internacionales.

Desarrollo tecnológico propio, de bajo coste, alta capacidad y probado con los usuarios >>

Para la configuración e introducción del nuevo SIBE se ha vuelto a optar por la tecnología propia y se ha puesto en marcha un proceso transparente y ajustado que, como marcan los tiempos actuales, no disparará los costes ni para el Grupo, ni para los intermediarios bursátiles afectados por la migración. El proceso, largo y minucioso, se ha saldado con éxito. "El desarrollo del nuevo sistema es de la casa. Está basado en el SMART,

la plataforma que se usaba para contratar las opciones y futuros en el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF). Estaba probada y contrastada porque llevábamos tres años negociando 'warrants' en ella y uno con los fondos cotizados (ETF, por sus siglas en inglés)", detalla.

Aún así, el cambio entre un SIBE y otro ha requerido de multitud de pruebas y comprobaciones en las que se han implicado, en dos rondas, todos los miembros del mercado y se ha extremado la aplicación rigurosa de los requisitos de contratación en el sistema. Por eso, Jorge Yzaguirre está convencido de que la nueva plataforma es una potente garantía

de futuro para BME. "El SIBE tradicional nos ha traído hasta aquí. Ha aguantado los altísimos volúmenes de actividad de los últimos años. Pero, desde el punto de vista tecnológico, el nuevo SIBE aumenta exponencialmente nuestra capacidad de respuesta ante cualquier reto que pudiera plantearnos el futuro. Nos aporta unas evidentes posibilidades de crecimiento y abre la puerta a algunos nuevos servicios que ya empiezan a demandarse", asegura Yzaguirre.

Nueva plataforma y nuevos servicios asociados a la negociación >>

Sucede, como nos explica nuestro interlocutor, que gracias a las velocidades vertiginosas que se imponen hoy en la negociación de órdenes empieza a producirse un cambio en la geografía de los mercados. Si el proceso anterior supuso una deslocalización de los terminales de los clientes permitida por la accesibilidad total que se había conseguido, ahora los grandes inversores vuelven a buscar emplazamientos para sus sistemas que están lo más cerca que les sea posible del mercado.

Tras la dispersión que supuso el final de la era de los corros entramos en otra en que, de nuevo, los centros de emisión de las órdenes se agrupan en localizaciones anexas a los ordenadores donde se casan y se produce la fijación de precios. "Cuando las latencias bajan del milisegundo, y empezamos a hablar de microsegundos, que son la milésima parte de un milisegundo, las distancias empiezan a ser importante. Las órdenes viajan a la velocidad de la luz, a 300.000 kilómetros por segundo y uno podría pensar que la dis-

La MiFID II puede poner las cosas en su lugar y volver a primar a los mercados que proporcionen los mejores precios y en los que el respeto a la transparencia sea total. Y esos son los mercados organizados



Operativa en SIBE: crecimiento a "mil por hora"

Año:	1992	2002	2012 (datos hasta mayo)
	15 millones de €/hora	207 millones de €/hora	350 millones de €/hora
	1.200 operaciones/hora	7.400 operaciones/hora	23.000 operaciones/hora
	2.800 órdenes/hora	13.000 órdenes/hora	150.000 órdenes/hora

(promedios)

❖ *tancia no cuenta, pero sí lo hace. Las órdenes emitidas desde puntos más cercanos llegan antes a su destino, la nueva plataforma de negociación. La tendencia es que el ordenador del intermediario este pegado al del mercado para que se pierda el menor tiempo posible desde que se genera la orden hasta que llega", explica.*

Esa realidad facilita a las bolsas modernas la posibilidad de proporcionar a sus clientes servicios de 'Proximity', que son centros en los que es posible localizar sistemas automáticos de generación de órdenes en lugares próximos a los ordenadores centrales del mercado. O, los conocidos como 'Co-location' con los que se facilita a los inversores la colocación de los terminales que generan sus órdenes en el mismo emplazamiento en el que se encuentra la 'puerta física' de entrada al sistema.

MiFID II: la oportunidad para corregir la fragmentación de la liquidez >>

No son los únicos cambios que pueden apreciarse últimamente en la evolución del negocio financiero. Los efectos de la crisis se dejan sentir también en un cambio que, lenta pero inexorablemente, se traslada a las intenciones de los reguladores que, quizá, en los años recientes habían optado por favorecer ciertas prácticas, no del todo compatibles con los principios de transparencia inscritos en la propia esencia de los mercados que fueron facilitadas por la normas de la primera Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID I). Un entorno en el que las grandes plazas financieras organizadas, como las que se integran en BME, quizá tuvieron que soportar la presión de una competencia cuyas prácticas no siempre fueron recomendables. "Se ha producido una fragmentación excesiva de los mercados de renta variable, que quizá no es ni buena ni positiva para los inversores finales. La regulación ha favorecido el proceso y la existencia de ciertos sistemas de intercambio de valores que no favorecen la formación correcta de los precios", asegura Yzaguirre.

Para el director de Renta Variable de BME algunas plataformas alternativas de contratación quieren ganar cuotas de mercado con unas políticas de precios muy agresivas, tanto que hasta llegan a perder dinero en cada

negociación. Eso justificaría, por el momento, que a algunos inversores les interese operar en estos mercados virtuales, aunque no presenten los mejores precios de compra y venta. Pero los cambios de los que hablábamos antes empiezan a percibirse. Y cuando se concreten, el papel de los mercados organizados y transparentes, como BME, se verá reforzado.

"La MiFID II puede poner las cosas en su lugar y volver a primar a los mercados que proporcionen los mejores precios y en los que el respeto a la transparencia sea total. Y esos son los mercados organizados. Las negociaciones que tienen lugar en los mercados tradicionales, se difunden en tiempo real a todo el mundo. Y en el caso del mercado español, la transparencia supera incluso a la de las otras plazas financieras tradicionales, porque BME proporciona los detalles de cada operación, hasta el punto de hacer público quien es el miembro del mercado que compra y quien es el miembro del mercado que vende. Eso supone un plus de seguridad y transparencia frente a unas plataformas alternativas que se definen a sí mismas como lugares para realizar el 'dark pool trading' (negociación en pozos de liquidez oculta), un nombre que da una idea perfecta del respeto que le tienen al concepto de transparencia", afirma.

Y ¿qué repercusiones puede tener entonces la publicación final de la MiFID II para BME? Sin duda positivas, según la visión de Jorge Yzaguirre que anticipa una potente subida de la cuota de mercado del Grupo en la negociación de valores españoles. Y no sólo por eso. También por la potencia de fuego que va añadir el nuevo SIBE. "Al final, los detractores de liquidez desde mecanismos alternativos a los mercados regulados organizados, tendrán que cambiar de política si quieren ser rentables. Dejarán de hacer promociones salvajes. Y, entonces, se apreciarán más las carencias que tienen en la formación de precios, donde presentan unas horquillas que multiplican por tres las nuestras. De modo que si se tiende a cumplir la regla de la mejor ejecución (best execution rule) que recoge la MiFID, la cuota de mercado de BME aumentará hasta cerca del 100% dónde ha permanecido durante la mayor parte de las últimas dos décadas. No hay ninguna duda", concluye Yzaguirre. ●