



INTEGRACIÓN VERTICAL DE PROVEEDORES DE INFRAESTRUCTURA

1. Introducción

De acuerdo a las funciones establecidas en la ley, el Gobierno Nacional tiene a su cargo la promoción inspección y vigilancia del sistema financiero, lo cual implica la doble labor de impulsar su crecimiento mientras vela por la protección de sus usuarios en un entorno de calidad y eficiencia. En este sentido, la regulación vigente impone límites a la participación que puede tener una misma entidad, sobre otros proveedores de infraestructura, como medida preventiva a un posible conflicto de interés por agrupación de funciones. No obstante lo anterior, la evolución y desarrollo del mercado podría requerir una modificación a estas condiciones permitiendo una mayor integración del mismo. El presente documento aborda el tema haciendo un recuento de la estructura actual de los proveedores de infraestructura en nuestro mercado, luego de lo cual se describen algunas experiencias internacionales haciendo particular énfasis en la propiedad sobre la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y por último se presentan unas consideraciones sobre las bondades y riesgos de una eventual integración.

2. Estructura del mercado local

La compra o venta de un título valor en el mercado de capitales tiene asociada una cadena de negocios, procesos y entidades que permiten el buen funcionamiento de dichas transacciones. Estas se pueden agrupar por mercados tal y como muestra la tabla 1. En general, se encuentran cuatro procesos asociados; la negociación misma (que puede ser en una plataforma transaccional o en el mercado mostrador y su correspondiente registro), la compensación (en el cual se hace el neteo de las operaciones y se determina los montos y títulos necesarios para el cumplimiento de las operaciones al final de un día bursátil¹), la liquidación² que implica la transferencia de recursos y títulos, y la custodia donde reposan los títulos valores físicamente o se lleva el registro electrónico de los mismos.

Tabla 1. Infraestructura del mercado de valores en Colombia

	ACCIONES	RENTA FIJA	DIVISAS	DERIVADOS FINANCIEROS	DERIVADOS ENERGÍA
NEGOCIACIÓN:					
Transaccional					
Registro - OTC	NO PERMITIDO				
COMPENSACIÓN					
LIQUIDACIÓN					
CUSTODIA					

Fuente: BVC. Guía para inversionistas extranjeros y perfil del mercado colombiano.

¹ De acuerdo a la ley 964 / 2005 compensación es el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos.

² Liquidación: Proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones

Como se observa, la BVC tiene participación en el segmento de negociación en todos los mercados; en acciones es la única entidad autorizada, en renta fija y derivados financieros participa junto con el Banco de la Republica, y en el caso de divisas (Set Fx) y derivados de energía (Derivex) participa indirectamente. La BVC posee el 50% de Set Icap FX, que maneja la plataforma Set Fx para negociar dólar y también es dueña de 50% de Derivex para derivados de energía. Dichas participaciones se alcanzan sumando su participación indirecta por medio de Invesbolsa que es 100% de su propiedad.

Tabla 2. Participación y resultados compañías que consolidan en BVC

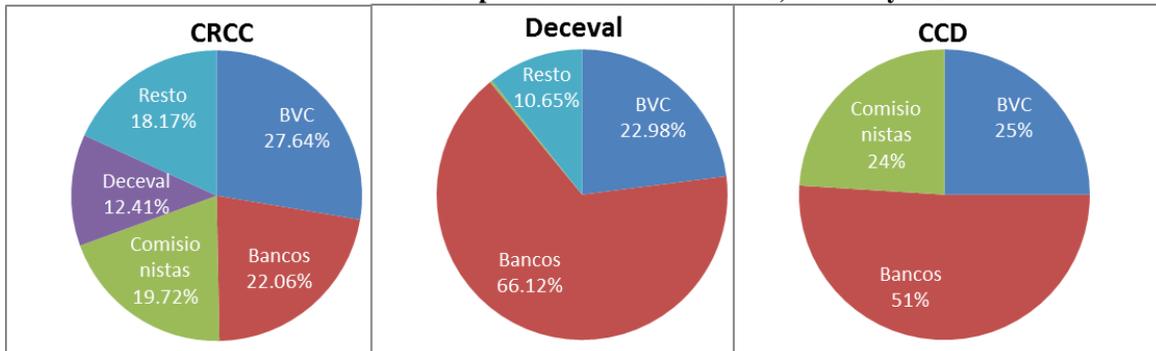
RESULTADOS FINANCIEROS A 31 DE DICIEMBRE DE 2013					
COMPAÑIA	PORCENTAJE DE PARTICIPACION	ACTIVOS	PASIVOS	PATRIMONIO	RESULTADOS DEL EJERCICIO
SET ICAP FX S.A.	49,82%	7.566.060	2.764.764	4.801.296	4.057.755
DERIVEX S.A.	49,95%	1.311.740	108.318	1.203.422	(1.001.337)
INFOVALMER S.A.	90,91%	2.727.518	1.227.898	1.499.620	979.583
INVEBOLSA S.A.S.	100,00%	142.977	318	142.659	373

Fuente: BVC, estados financieros consolidados 2013.

En los demás procesos, la participación directa de la BVC disminuye. La compensación y liquidación en divisas y derivados es realizada por la Cámara de Compensación de Divisas CCD y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte CRCC. En la liquidación y custodia, se encuentra el Depósito Central de Valores del Banco de la República DCV y su sistema de pagos CUD, además del Depósito Centralizado de Valores de Colombia, Deceval que es la única entidad que custodia acciones.

En todo caso, la BVC también tiene participaciones no controlantes en estos negocios, posee aproximadamente el 25% de la Cámara de Compensación de Divisas, el 27.6% de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y el 22.9% de Deceval. La Bolsa incrementó su participación en CRCC pasando de 24.5% en 2012 a 27.6% en 2013. Debido a que las entidades no reportan los datos de forma desagregada, no es posible saber si BVC es el principal accionista considerado de forma individual.

Gráfico 1. Composición accionaria CRCC, Deceval y CCD



Fuente: Páginas web CRCC y CCD, Informe de gestión Deceval 2012

CRCC: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia

Deceval: Deposito Centralizado de Valores de Colombia

CCD: Cámara de Compensación de Divisas de Colombia

HACIA UN MINISTERIO AGIL, ACERTADO Y CONFIABLE

3. Regulación Actual aplicable a la Composición Accionaria

La normatividad vigente establece a nivel de Ley marco y de Decreto reglamentario los límites establecidos para la participación accionaria en una cámara de riesgo central de contraparte. Así las cosas la Ley 964 de 2005, determinó las personas naturales o jurídicas que pueden ser socias de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte, estableciendo:

“ARTICULO 16. Socios. Podrán ser socios de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte los intermediarios de valores, los establecimientos de crédito, las compañías de seguros, las sociedades de servicios financieros, las sociedades de capitalización, las sociedades administradoras de sistemas de negociación, las bolsas de valores, las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, los intermediarios de estas últimas y los depósitos centralizados de valores. El Gobierno Nacional podrá establecer por vía general que otras personas, en adición a las señaladas en el presente artículo, podrán ser socias de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte.

También podrán ser socios de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, las entidades del exterior cuya actividad sea igual o similar a las señaladas en el inciso anterior, cuya participación sea autorizada por la Superintendencia de Valores.

Ninguna persona podrá ser beneficiario real de un número de acciones que representen más del diez por ciento (10%) del capital social de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte. El Gobierno Nacional podrá señalar los casos de excepción en los cuales una persona podrá tener una participación que supere el límite anterior.” (Negrilla fuera de texto).

Teniendo en cuenta lo anterior el Gobierno Nacional en uso de la facultad otorgada por inciso tercero del artículo 16 de la Ley 964, expidió el Decreto 2893 de 2007, hoy incorporado en el artículo 2.13.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, estableciendo en el párrafo 1:

“Parágrafo 1. Ninguna persona podrá ser beneficiario real de un número de acciones que representen más del diez por ciento (10%) del capital social de una cámara de riesgo central de contraparte.

No obstante, las bolsas de valores, los sistemas de negociación de valores, las bolsas de futuros y opciones, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, los depósitos centralizados de valores y las sociedades administradoras de sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica, podrán tener la calidad de beneficiario real de un número de acciones superior al diez por ciento (10%) y máximo hasta el treinta por ciento (30%) del capital social de una cámara de riesgo central de contraparte’.

De esta forma la norma antes mencionada, consagró los límites aplicables a la participación accionaria por parte de las bolsas de valores, los sistemas de negociación de valores, las bolsas de futuros y opciones, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, los depósitos centralizados de valores y las sociedades administradoras de sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica, Dicho límite se determinó en un máximo de treinta por ciento (30%) para que este tipo de entidades puedan tener como participación accionaria en una CRCC.

Para el caso de las Bolsas de Valores y los Depósitos Centralizados de Valores, la regulación aplicable al Gobierno Corporativo de este tipo de entidades ese encontraba establecidos en los artículo 2 y 13 de la Ley 27 de 1990, sin embargo el artículo 75 de la ley 964 de 2005, deroga dichas entidades dejando como facultad de Gobierno Nacional fijar el Gobierno Corporativo de las Bolsas de Valores, los Depósitos Centralizados de Valores, las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte y los sistemas de Negociación de Valores y de Registro de Operaciones sobre valores.

Como consecuencia de lo anterior, como ya se explicó el artículo 2.13.1.1.3 estableció los límites para las CRCC y el artículo 2.15.1.2.2 establece el límite para los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores en un 100% para el caso de las bolsas de futuros y opciones, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, los depósitos centralizados de valores, las sociedades administradoras de sistemas de intercambios comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica, los organismos de autorregulación y las sociedades extranjeras cuyo objeto sea igual al de dichos sistemas.

Teniendo en cuenta lo anterior la regulación actual a nivel de decreto solo dispone los límites aplicables a las cámaras de riesgo central de contraparte y los sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores, no para las bolsas de valores o los depósitos centralizados de valores.

Así las cosas y teniendo en cuenta las razones de desarrollo y eficiencia de los procesos operativos en el mercado de valores y consagradas en el presente documento se justifica y se hace necesario modificar el límite establecido para ser socio de una cámara de riesgo central de contraparte y determinarlo en un 100% al igual que la normativa aplicable a los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores.

4. Experiencia Internacional

A continuación se revisan algunas experiencias internacionales que buscan analizar si hay integración en la cadena de negocio de los proveedores de infraestructura al negociar valores.



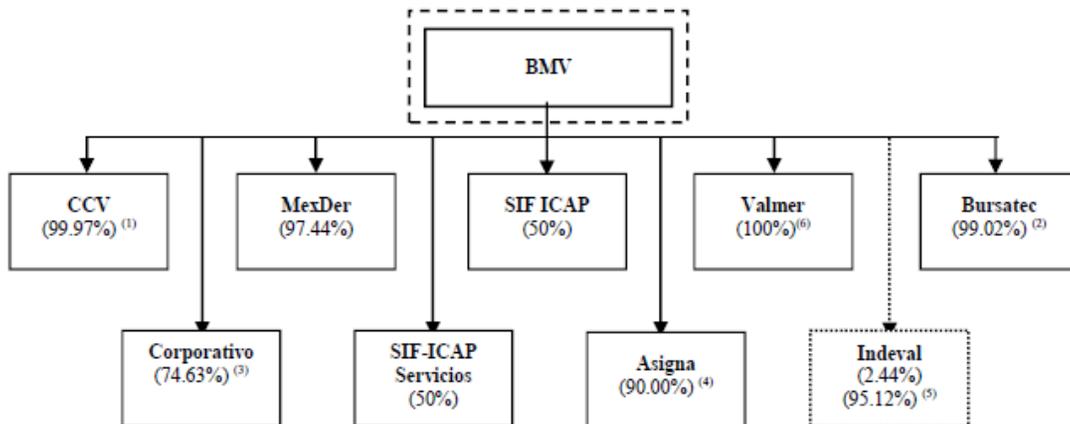
México³

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) tiene sus orígenes en la Bolsa Nacional fundada en 1894. El sistema financiero mexicano fue objeto de reformas regulatorias importantes hacia 1932 y 1975 cuando se consolida a nivel nacional el mercado de valores. En 2010 se aprobó una reestructuración organizativa fruto de la cual se pasó de una organización con empresas individuales a un grupo con 5 divisiones de negocio, lo que incluye el depósito la compensación y liquidación.

Indeval es la única institución autorizada para operar como depositario de valores en México, fue constituida en 1987 por privatización de entidad gubernamental. Desde 1995 se implementó un sistema interactivo de modo conjunto con el Banco de México. Por su parte, la Contraparte Central de Valores de México, CCV se constituyó en 2001, con el objeto de actuar como contraparte central en todas las operaciones de acciones de la bolsa, entró en operación en 2004.

El Grupo BMV controla mediante participaciones directas e indirecta a CCV. En Indeval tiene 2.44% de participación aunque por un acuerdo con los accionistas recibe el 95.12% de los dividendos, también tiene el derecho a adquirir el control de Indeval sujeto a ciertas modificaciones en la ley del mercado de valores, LMV. Además de CCV, el Grupo BMV controla otras entidades relacionadas con el registro y operación de derivados (MexDer) así como entrega de información (Valmer).

Gráfico 4: Estructura Corporativa Grupo BMV



Fuente: Informe anual 2012 Grupo BMV.

³ Utiliza información del informe anual 2012 y la página web corporativa.



Chile⁴

La Bolsa de Comercio de Santiago BCS, remonta su historia a 1893, con una actividad relativamente restringida hasta finales del siglo XX, cuando el país comenzó a experimentar un importante crecimiento económico y varias compañías chilenas llegaron a los mercados internacionales mediante la emisión de ADRs. Aunque actualmente enfrenta competencia con otras dos bolsas, Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Valores de Valparaíso, tiene un nivel de participación superior a 95%

La empresa Contraparte Central, CCLV, se constituyó en 1990, con el objeto de ser contraparte central en la negociación de futuros. Desde su origen ha sido una filial de la Bolsa de Comercio que tiene una participación de 97.27%. En 2009 realizó ajustes regulatorios ampliando su objeto al de administrar sistemas de compensación y liquidación como contraparte central o cámara de compensación de instrumentos financieros. La CCLV es la única empresa que consolida BCS en sus estados financieros.

Por su parte, el Depósito Central de Valores, se constituyó en 1993. La BCS tiene actualmente una participación de 20.7% en la misma. La BCS no tiene inversiones en otras compañías aparte de CCLV y el Depósito Central. En cuanto a su estructura interna, la Bolsa de Comercio de Santiago no tiene inversionistas con participaciones mayores a 10%.

Tabla 3. Participación BCS en Contraparte Central y el Depósito Central de Valores

La Sociedad incluida en la consolidación es:

RUT	Nombre de la Sociedad	País de origen	Porcentaje de Participación					
			31-12-2013			31-12-2012		
			Directo	Indirecto	Total	Directo	Indirecto	Total
96572920-8	CCLV, Contraparte Central S.A.	Chile	97,27273	0	97,27273	97,19697	0	97,19697

Fuente: Estados Financieros 2013.

⁴ Informe Anual 2012, Estados Financieros 2013 y página web corporativa.



España⁶

Bolsas y Mercados Españoles, BME, es un holding creado en el año 2002 tras el acuerdo entre las bolsas de Barcelona, Madrid, Bilbao y Valencia, que se vio favorecido por el cambio regulatorio de la ley 24 de 1998 y su actualización en la ley 37 de 1998 en España. Su objeto social es ejercer titularidad sobre empresas que administren y desarrollen sistema de registro, liquidación y compensación de valores. También entidades con el servicio de contrapartida central y sistemas multilaterales de negociación. Hoy BME es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros del país, funciona como sociedad anónima y cotiza en bolsa desde 2006.

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, Iberclear, es el depósito central de valores español, se constituyó formalmente en 2003, poco después de la conformación del holding BME y es 100% de su propiedad. Iberclear funciona para los mercados de renta variable y fija tanto privada como pública.

BME Clearing por su parte, se constituyó en 1988, con el objeto de gestionar derivados como cámara de compensación y liquidación. En 2010 modificó sus estatutos sociales y amplió sus funciones incluyendo las de contraparte central. A cierre de 2013, pertenece 100% a BME.

En la estructura corporativa de BME aparecen más de 12 compañías, asociadas a servicios diversos que incluyen negociación, registro, compensación, información, autorregulación. Como se señaló, al igual que en Brasil, es un esquema integrado.

Gráfico 6: Estructura y participaciones Holding BME

Denominación	Domicilio	Porcentaje de Participación Directo	Porcentaje de Participación Indirecto
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Madrid	100,00%	-
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Barcelona	100,00%	-
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Bilbao	100,00%	-
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Valencia	100,00%	-
Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Madrid	100,00%	-
Bolsas y Mercados Españoles Innova, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Madrid	100,00%	-
Instituto Bolsas y Mercados Españoles, S.L. (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Madrid	100,00%	-
Bolsas y Mercados Españoles Market Data, S.A. ⁽¹⁾⁽²⁾	Madrid	51,00%	49,00%
AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Madrid	100,00%	-
BME Clearing, S.A. (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾⁽²⁾	Madrid	100,00%	-
MEFF Tecnología y Servicios, S.A. (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Barcelona	100,00%	-
MEFF Euroservicios, S.A., S.V. (Sociedad Unipersonal) ⁽¹⁾	Barcelona	100,00%	-
MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados, S.A., (Sociedad Unipersonal) ⁽²⁾	Madrid	100,00%	-
BME Servicios Corporativos, S.A. ⁽¹⁾	Madrid	-	100,00%
Link Up Capital Markets, S.A. ⁽¹⁾⁽⁴⁾	Madrid	-	98,29%
Sociedades participadas a través de las Sociedad Rectoras de las Bolsas de Valores españolas:			
Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación, S.A. ⁽¹⁾	Madrid	-	100,00%
Sociedad de Bolsas, S.A. ⁽¹⁾	Madrid	-	100,00%
Visual Trader, S.L. ⁽¹⁾	Madrid	-	100,00%

Fuente: BME informe anual 2013.

⁶ Informe Anual 2013 y pagina web corporativa.



Suiza⁷

SIX Group presta servicios de infraestructura para el sector financiero y agrupa sus actividades en 4 áreas de negocio, el funcionamiento de la Bolsa Suiza, los servicios de valores (compensación, contraparte central, liquidación, custodia), los servicios como proveedor de información y los de soluciones tecnológicas para el comercio online (pagos internacionales con tarjetas de crédito). SIX nace de la fusión de SWX Group, SIS Group y Telekurs Group.

Telekurs Group comenzó operaciones en 1930 con el objeto de transmitir precios de la bolsa de valores de Zurich. En los años posteriores implementó diversas tecnologías hasta la transmisión de información vía web. Algunos de sus desarrollos incluyen el monitoreo central de los cajeros automáticos, la implementación de pagos electrónicos y su evolución a sistemas de tarjeta de crédito internacionales y el desarrollo de sistemas de compensación para los bancos.

SIS Group se remonta a 1970 con el establecimiento de SEGA para el depósito y custodia central de valores. Posteriormente la entidad desarrolla servicios de compensación y giro que permitieron la introducción del trading electrónico por parte de la Bolsa Suiza. En 2006 integra sus sistemas operativos con los de Telekurs Group.

La Bolsa Suiza SWX, tiene sus orígenes en la apertura de las bolsas de Genova (1850), Zurich (1855) y Basilea (1866) que se integran en 1993 (SWX). Para 2001 SWX Group, reúne bajo la misma corporación, servicios de proveedor de información financiera, negociación de valores y derivados. Actualmente SWX tiene negociación de derivados, si bien vendió en 2011 su participación en EUREX, bolsa de opciones y futuros, a la Deutsche Borse (Eurex se conformó en 1998 entre la bolsa suiza de derivados SOFFEX y la bolsa alemana de futuros DTB)

En 2008 SWX Group, SIS Group y Telekurs Group, se fusionaron conformando el actual SIX Group con domicilio en Zurich. Los dueños de SIX son cerca de 150 bancos nacionales y extranjeros que a la vez son sus clientes, un acuerdo de accionistas prohíbe la transferencia de acciones durante los primeros 5 años.

Así, SIX Group presenta un esquema de integración en los servicios de proveedor de infraestructura para el mercado de valores, tiene 100% de la propiedad de la bolsa suiza (Swiss Exchange), 100% de SIX X-Clear que presta servicios de contraparte central y 100% de SIX-SIS que presta servicios de custodia.

Gráfico 7: Participaciones SIX Group

Participations	Share in % 31/12/2013	Securities Services	31/12/2013
SIX Management Ltd, Zurich	100.0	Projektgesellschaft Softwareentwicklung	
Telekurs Holding Ltd, Zurich	100.0	Oktober 2011 Ltd	inactive
SIX Swiss Exchange Ltd, Zurich	100.0	SIX SAG Ltd	Share register
SIX Exfeed Ltd, Zurich	100.0	SIX Securities Services Ltd	Holding company
SIX Securities Services Ltd, Zurich	100.0	SIX SIS Ltd	Settlement and custody
SIX Terravis Ltd, Zurich	100.0	SIX SIS International Ltd	inactive
SIX Payment Services (Europe) SA, Luxembourg	100.0	SIX SIS Nominee U.K. Ltd	Nominee
CETREL SA, Luxembourg	100.0	SIX Systems Ltd	Service provider
Indexium Ltd, Zurich	50.1	SIX Terravis Ltd	Real estate information portal
STOXX Ltd, Zurich	49.9	SIX x-clear Ltd	Clearing

Fuente: SIX Financial Statements 2013.

⁷ Annual Report 2013 y pagina web corporativa.



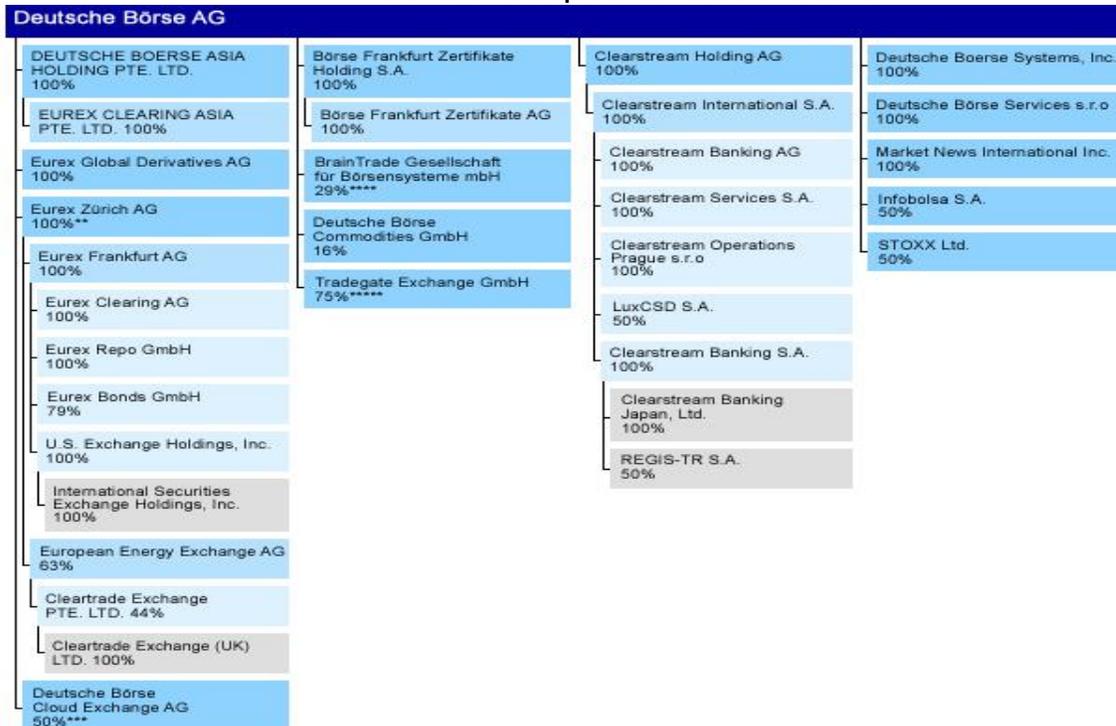
Alemania⁸

Deutsche Borse Group presta servicios de infraestructura para el mercado financiero en toda la cadena de valor asociada a la negociación de activos lo que incluye contraparte central, compensación, liquidación, custodia, proveedor de información. Opera la Bolsa de Frankfurt que reporta una participación de 90% del volumen transado en las 7 bolsas alemanas⁹ y vía Eurex administra derivados en Europa y Estados Unidos (ISE).

La bolsa alemana se remonta a 1666 con la apertura de la Bolsa de Frankfurt que, en 1992, se convierte en Deutsche Borse AG (DB), actual casa matriz de Deutsche Borse Group. La creación de DB implicó la adquisición de DKV, entidad que integró en 1989 los depósitos centrales, y DTB, bolsa de derivados conformada en 1990. En 1997 Deutsche Borse abre oficinas de representación en Londres y Chicago, en 2001 comienza a negociar en bolsa. En 2011 DB y NYSE anunciaron su intención de fusionarse, lo cual fue prohibido por la Comisión Europea en 2012.

En 1998 se fundó en asociación con la bolsa suiza, Eurex, para negociación internacional de futuros. Eurex adquiere en 2007 la bolsa norteamericana de opciones ISE y en 2009 abre oficinas de representación en Asia. En 2011 DB adquiere el 100% de Eurex. Hoy ofrece, a nivel internacional, negociación online de fondos, derivados, bonos y repos junto con los servicios de contraparte y liquidación. En cuanto a la estructura corporativa, Deutsche Borse es dueña en 100% del Holding de la bolsa de Frankfurt, 100% de Clearstream Holding y 100% de Eurex entre otros.

Gráfico 8: Participaciones Deutsche Borse AG



Fuente: Company Structure, página web corporativa.

⁸ Annual report 2013 y pagina web corporativa.

⁹ http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/20_FWB_Frankfurt_Stock_Exchange



Italia¹⁰

Borsa Italiana (BI) se fundó en 1997 y desde 2007 pertenece al London Exchange Group. Controla varias compañías entre las que se encuentra la cámara de contraparte (CC&G) y el depósito central de valores (Monte Titoli).

La Borsa Italiana tiene sus orígenes en 1808 cuando se ordenó la creación de la bolsa de Milan. En cuanto a su historia reciente, en 1992 cambios regulatorios implicaron la privatización de la bolsa, la conformación de un mercado nacional y el impulso a la constitución de nuevas firmas comisionistas. Desde el año 2000, BI realizó varias adquisiciones buscando convertirse en un grupo de servicios financieros. En dicho año compró Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) que presta los servicios de contraparte central en los mercados de acciones, bonos, derivados y commodities. En 2002 adquirió Monte Titoli que presta servicios de custodia y está autorizado como depósito central para la eurozona.



Reino Unido¹¹

London Stock Exchange Group (LSEG), administra mercados de bonos, acciones y derivados, lo cual incluye el London Stock Exchange y la Borsa Italiana. También presta los servicios asociados a la post negociación lo que incluye depósito, contraparte central, compensación y liquidación a través de Cassa di Compensazione e Garanzia (Italia) Monte Titoli (Italia) y más recientemente LCH Clearnet (Reino Unido) que presta servicios de contraparte central, compensación y liquidación. El grupo también tiene operaciones en Francia, Norteamérica y Sri Lanka.

Si bien LSEG tiene referencias históricas desde 1801, el grupo se conforma como tal en 2007 con la fusión entre Borsa Italiana y el London Stock Exchange. Los accionistas de Borsa Italiana recibieron 28% de la nueva empresa LSEG. En 2011 LSEG intentó fusionarse con el TXM Group de Canadá, pero la transacción no se llevó a cabo por una contra oferta de accionistas canadienses. En 2013 LSEG adquirió la el 57% de LCH Clearnet fortaleciendo la prestación de servicios post negociación.

Gráfico 9: Participaciones London Stock Exchange Group

Principal subsidiaries:	Principal activity	Country of incorporation	Country of principal operations	% equity and votes held
Held directly by the Company:				
London Stock Exchange plc	Recognised investment exchange	UK	UK	100
Held indirectly by the Company:				
Bit Market Services S.p.A.	Retail information services & market technology	Italy	Italy	99.99
Borsa Italiana S.p.A.	Recognised investment exchange	Italy	Italy	99.99
Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.	CCP for clearing	Italy	Italy	99.99
FTSE International Ltd	Market indices provider	UK	UK	100
Monte Titoli S.p.A.	Pre-settlement, settlement and centralised custody	Italy	Italy	98.80
MillenniumIT Software (Private) Ltd	IT solutions provider	Sri Lanka	Sri Lanka	100
Proquote Ltd	Market data provider	UK	UK	100
Societa per il Mercato dei Titoli di Stato S.p.A.	Wholesale fixed income bonds	Italy	Italy	60.37
Turquoise Global Holdings Ltd	Multi-lateral trading facility	UK	UK	51.36

Fuente: LSEG Annual Report 2013. La adquisición de 57% en CLH Clearnet se verá reflejada en el reporte de 2014.

¹⁰ Annual Report 2013 London Stock Exchange Group. Página web corporativa Borsa Italiana

¹¹ Annual Report 2013 y página web corporativa.



Canadá¹²

El TMX Group administra mercados para activos como renta variable, renta fija, commodities y derivados. Esto incluye el Toronto Exchange, el TSX Venture Exchange, el Montreal Exchange, el Natural Gas Exchange (NGX) y el Boston Options Exchange (BOX). También presta de forma integrada los servicios de contraparte central, compensación, liquidación depósito y custodia.

TMX Group se remonta a 1831 cuando se constituyó formalmente el Toronto Stock Exchange (TSE). En 1934, TSE se integró con el Standard Stock and Mining Exchange y en 1999 se convirtió en la única bolsa para negociar acciones de categoría senior. En 2001 amplió su negocio con la compra del Canadian Venture Exchange y en 2007 se integró con Montreal Exchange (MX) que administraba los mercados de derivados, creando con ello el TMX Group.

En 2011 el London Stock Exchange Group realizó una oferta para fusionarse con TMX, pero de modo casi simultaneo Maple Group, conformado por bancos y entidades canadienses realizaron una oferta rival. En 2012 la oferta de Maple fue aprobada por las respectivas autoridades regulatorias.

El Canadian Derivatives Clearing Corporation TMX CDCC, es una subsidiaria del Montreal Exchange y actúa como contraparte central de los productos que allí se negocian, también ha venido extendiendo el servicio para instrumentos transados en mercado mostrador OTC.

Por su parte TMX CDS es la única entidad autorizada para prestar el servicio de depósito central de valores, custodia, compensación y liquidación en el país. Se especializa en instrumentos de renta variable, renta fija y mercado de dinero.

Otros negocios de la entidad incluyen Technology Solutions que presta asesoría y consultoría en casi todos los segmentos de la cadena de servicio del sector financiero, incluyendo manejo de información y sistemas de riesgo. Datalinx provee información histórica y en tiempo real de las negociaciones de mercado así como noticias internacionales y corporativas.

Gráfico 10: Principales Participaciones TMX Group

	Equity Interest
 Toronto Stock Exchange TSX Venture Exchange Montréal Exchange NGX	100%
CDS CDCC	100%
Technology Solutions Datalinx	100%

Fuente: TMX Annual Information Form 2014, Investor Presentation 2014 y construcción URF. A través de Montreal Exchange, TMX tiene una participación de 53.8% en Box Holdings.

¹² Annual Report 2013 y página web corporativa.

Consideraciones Finales y Balance de Riesgos

- La revisión realizada indica que el desarrollo de los mercados de capitales ha estado acompañado de procesos de integración en los proveedores de infraestructura, inicialmente entre las diversas bolsas de un país (integración horizontal) y luego entre los servicios de negociación y post negociación (integración vertical).
- La expansión fuera de las fronteras nacionales ha sido menos común y más problemática. Un caso exitoso es el de London Stock Exchange Group que adquirió la Borsa Italiana en 2007. Por el contrario, el intento de fusión entre la Bolsa Alemana y el New York Stock Exchange fue prohibido entre otras, por consideraciones de monopolio. El intento de London Stock Exchange de adquirir el TMX Group de Canadá fue contrarrestado por los propios inversionistas canadienses que terminaron realizando una mejor oferta a través de Maple Group.
- En los países latinoamericanos la integración es menor que en los europeos, aun así en el caso de la bolsa de México y la de Chile, las participaciones en las cámaras de riesgo central de contraparte son superiores a 95%. En España, Suiza, Alemania y Reino Unido se observa la conformación de grupos que integran prácticamente en su totalidad dichos servicios junto con otros asociados a tecnología y entrega de información.
- La integración de proveedores de infraestructura del mercado de valores en Colombia permitiría conformar una entidad de mayor tamaño, lo que podría significar mayor visibilidad internacional e ingreso de flujos de dinero a nuestro mercado. Una integración también favorece la búsqueda de sinergias en los procesos operativos lo que posiblemente permite ahorrar costos e incluso ofrecer una mayor cantidad de servicios. Las inversiones y expansión del sistema se pueden planear en respuesta a una estrategia común.
- La concentración de diversas funciones en una sola compañía, podría generar conflictos de interés y dificultar el acceso a terceras partes. Estas dificultades podrían verse atenuadas con la implementación de mecanismos de buen gobierno corporativo y revelación de información financiera detallada a las autoridades competentes.