

## Contacto CONAMER

JCR1- lcf- B0002/1028

**De:** Solis Delgadillo Ximena <xsolis@amib.com.mx>  
**Enviado el:** viernes, 26 de marzo de 2021 01:06 p. m.  
**Para:** Contacto CONAMER  
**CC:** Garcia Pimentel Caraza Alvaro; Del Rosal Calzada Efren  
**Asunto:** Comentarios al Anteproyecto de Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Casas de Bolsa (Deber de Mejor Ejecución)  
Expediente: 05/0009/190221  
**Datos adjuntos:** CONAMER 260317 Comentarios Anteproyecto CUCB Mejor Ejecución VERSIÓN FIN....docx

Buenas tardes,

En nombre y representación de la Asociación Mexicana de Instituciones Bursátiles A.C., y sus asociados, se adjuntan al presente correo los comentarios correspondientes al Anteproyecto de Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Casas de Bolsa (Deber de Mejor Ejecución) que consta Expediente 05/0009/190221 publicado por esa H. Comisión Nacional de Mejora Regulatoria con fecha 19 de febrero de 2021.

Atentamente,



**Efrén del Rosal Calzada**  
Director General

Teléfono: (55) 5342-9200 ext. 9225

 En AMIB nos unimos a preservar el entorno donde vivimos. Antes de imprimir este mensaje, por favor evalúa si es necesario hacerlo.

### AVISO IMPORTANTE

Este correo electrónico y sus anexos pueden contener información **CONFIDENCIAL** para uso exclusivo de su destinatario quien deberá en todo momento guardar estricta **s** y **confidencialidad** respecto del contenido y anexos que se contienen en el mismo, por lo que su divulgación está prohibida por las leyes aplicables. Si ha recibido este correo por error, por favor, notifíquelo al remitente y bórralo de su sistema junto con los archivos que en su caso se anexen. Muchas gracias. En cumplimiento a la Ley Federal de Protección de Datos Personales en Posesión de los Particulares y su Reglamento, se hace de su conocimiento que todos los Datos Personales proporcionados a la Asociación Mexicana de Instituciones Bursátiles, A.C. (AMIB), serán tratados estrictamente en los términos del aviso de privacidad correspondiente y de conformidad con la legislación referida. Las opiniones expresadas en este correo son las de su autor y no son necesariamente compartidas o apoyadas por la compañía. Cualquier opinión, propuesta o recomendación aquí contenida está sujeta a las condiciones regulatorias que resulten aplicables y a los acuerdos comerciales, contratos y demás documentos suscritos con el destinatario y/o con la empresa que representa. Se les recuerda que la Asociación Mexicana de Instituciones Bursátiles, A.C. (AMIB), fomenta una cultura de competencia por lo que el contenido del presente, en ningún momento el objeto de intercambiar cualquier información que inhiba la competencia. No se garantiza que la transmisión de este correo sea segura o libre de errores, haber sido viciada, perdida, destruida, haber llegado tarde, de forma incompleta o contener **VIRUS**.

Ciudad de México a 26 de marzo de 2021

COMISIÓN NACIONAL DE MEJORA REGULATORIA  
P R E S E N T E

Asunto: Comentarios al Anteproyecto de Resolución que Modifica las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Casas de Bolsa (Deber de Mejor Ejecución).

En atención al procedimiento de consulta pública iniciado por esa H. Comisión Nacional de Mejora Regulatoria, con fecha 19 de febrero de 2021, en apego a la Ley General de Mejora Regulatoria, formulamos dentro del plazo establecido para ello, los siguientes comentarios al Anteproyecto de Resolución que Modifica las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Casas de Bolsa (el "Anteproyecto") que consta en el expediente 05/0009/190221.

La Asociación Mexicana de Instituciones Bursátiles, A.C., ("AMIB") en representación de las casas de bolsa emite los presentes comentarios, mismos que reflejan la preocupación por parte de nuestros agremiados con respecto a la afectación que podría generar sobre sus intereses, los de sus clientes y del propio mercado de valores, la reforma propuesta en el "Anteproyecto".

### **CONSIDERACIONES GENERALES**

El "Anteproyecto" presenta la modificación a los artículos 59, fracción XI; 68, primer párrafo; 76 Bis y 117 Bis 12, fracción IX, así como la adición del artículo 74 Bis a las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Casas de Bolsa ("Circular Única de Casas de Bolsa"), estableciendo a cargo de las casas de bolsa las siguientes obligaciones:

1. Respecto de las operaciones pasivas de valores de renta variable, las casas de bolsa estarán obligadas a hacer su mejor esfuerzo a fin de transmitir a cada una de las bolsas de valores, en su operación diaria, un número de posturas pasivas que represente al menos el 30% del total de sus posturas pasivas diarias.
2. Las casas de bolsa deberán asegurarse de que el promedio diario mensual de posturas pasivas que transmita a cada una de las bolsas de valores represente, al menos, el 30 % de la totalidad de las posturas pasivas transmitidas por dicha casa de bolsa a las mencionadas bolsas de valores.
3. Las casas de bolsa deberán prever que sus sistemas de recepción y asignación de operaciones cuenten con mecanismos que permitan el envío de posturas a las bolsas que distribuyan, de manera aleatoria y no previsible a las bolsas las posturas pasivas de valores de renta variable.

4. En el caso de que los valores cuenten con el mismo precio en todas las bolsas y el volumen disponible de los valores resulte suficiente en cualquiera de las bolsas para satisfacer la instrucción del cliente, las casas de bolsa deberán enviar la orden de manera aleatoria.
5. Las casas de bolsa deberán realizar modificaciones a sus manuales a fin de dar cumplimiento a los puntos antes descritos.

#### **JUSTIFICACIÓN AL ANTEPROYECTO POR PARTE DE LA AUTORIDAD RESPONSABLE**

De acuerdo a lo manifestado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (“CNBV”), en el Análisis de Impacto Regulatorio, el “Anteproyecto” atiende a la necesidad de actualizar el marco normativo aplicable a las casas de bolsa ante la presencia de dos bolsas en el mercado bursátil mexicano, generando los siguientes beneficios:

- Se otorgará mayor certeza, transparencia y seguridad a los clientes de las casas de bolsa.
- Se contribuirá a la creación de un ambiente de mayor dinamismo en el sector bursátil, que lo proveerá de mayor competencia, profundidad y consecuentemente, una mayor inclusión financiera.
- Se propiciarán condiciones adecuadas que favorezcan una, cada vez mayor, participación de las bolsas en el mercado, así como su viabilidad y competencia, lo que se redundará en beneficios, tanto para los clientes de las casas de bolsa y el público inversionista, así como el fortalecimiento del sano y equilibrado desarrollo del mercado de valores en México.
- Ante la presencia de dos bolsas en el mercado bursátil mexicano, la Propuesta Regulatoria busca contribuir a su sano y equilibrado desarrollo, así como a la viabilidad y crecimiento sostenido de todos sus participantes.

Asimismo, la autoridad sostiene que el no llevar a cabo la actualización normativa objeto del “Anteproyecto”, tendría un impacto negativo, tanto para los clientes de las casas de bolsa, como para el sector bursátil y financiero mexicano en su conjunto, ya que México podría quedarse en el corto plazo en situación de rezago frente a la dinámica propia del mercado de valores a nivel mundial, volviéndose poco atractivo como lugar para realizar inversiones debido a la ausencia de condiciones, como certeza e igualdad jurídica para todos los participantes del mercado de valores, dejando atrás el crecimiento del sistema financiero en México, inhibiéndose la competencia.

#### **COMENTARIOS AL ANTEPROYECTO**

El objetivo de la reforma a la “Circular Única de Casas de Bolsa” del 23 de junio de 2017 consistía en procurar mayor liquidez y profundidad en el mercado de valores, así como impulsar la mejor competencia entre los agentes participantes en dicho mercado, dado que, hasta ese entonces, las casas de bolsa efectuaban sus operaciones de compra y venta de valores en una sola bolsa de valores. Ante la existencia de una segunda bolsa de valores se consideró indispensable incorporar

en la regulación financiera mexicana el deber de mejor ejecución para las casas de bolsa a fin de que, frente a la posibilidad de ejecutar las órdenes de sus clientes en dos o más bolsas de valores, busquen obtener el mejor precio disponible, consideren el volumen de dicho valor disponible en las bolsas de valores y su posible ejecución conforme a la metodología de cálculo que determinen las casas de bolsa, lo que permite que los clientes de las casas de bolsa cuenten con la mejor opción posible en los mercados de valores, cuestión que se ve seriamente afectada con el “Anteproyecto”.

En sentido contrario al objetivo que buscaba la reforma en el párrafo anterior, se considera que el objetivo consistente en proteger al inversionista no se logra con el “Anteproyecto”, en tanto que se privilegia la creación de condiciones que fortalezcan la operación de determinadas bolsas de valores atendiendo a la implementación de un mecanismo que requiere mayor precisión como por ejemplo con el término de realizar un mejor esfuerzo y sujeto a la aleatoriedad, en lugar de que se tomen en cuenta, parámetros objetivos inherentes a las condiciones de mercado prevaecientes al momento en el que se efectúan las operaciones de compra y venta de valores en cualquiera de las bolsas existentes en el mercado mexicano. Lo anterior, podría afectar a los inversionistas, en aquellos casos en los que no sea posible obtener las mejores condiciones de compra o de venta para determinada instrucción, así como a las casas de bolsa, las cuales se ven imposibilitadas a ofrecer el mejor precio disponible para sus clientes, obedeciendo a las condiciones de mercado prevaecientes.

Aunado a lo anterior, se considera que el “Anteproyecto” puede tener efectos adversos para los inversionistas, pues se debe de buscar que las operaciones de los clientes tengan la mayor probabilidad de éxito a los precios más competitivos posibles, siendo posible que con la regulación propuesta dicho objetivo se puede degradar.

En términos de la “Circular Única de Casas de Bolsa”, el deber de mejor ejecución se refiere a *“la obligación que tienen las casas de bolsa de obtener el mejor resultado posible, según las condiciones de mercado para sus clientes en la ejecución de las órdenes de valores de renta variable negociados en las bolsas de valores que gocen de concesión en términos de la Ley”*, supuesto que no se estaría perfeccionando al imponer a los intermediarios una cuota mínima forzosa de transmisión de órdenes, independientemente de las condiciones del mercado que prevaezcan al momento del envío de la orden, ya que este escenario no procura que las operaciones realizadas con los clientes sean en los términos más provechosos posibles para éstos.

El “Anteproyecto” elimina la facultad de las casas de bolsa de procurar la mejor ejecución dejando el resultado de ésta a la suerte de un mercado con menos posibilidad de ejecución y más fraccionado.

Es altamente probable que las órdenes enviadas para su ejecución a la bolsa con menor volumen solamente operen cuando haya un diferencial de precios en contra de estas posturas contra la bolsa de mayor volumen, es decir que si un comprador pagara por ejemplo (postura de compra) a \$10.00 M.N. en la bolsa de menor volumen, solamente se ejecutará su operación cuando en la bolsa de mayor volumen la misma emisora opere a un precio menor a \$10.00 M.N., siendo el caso que los algoritmos encuentren la oportunidad del diferencial, llevando a esa postura a operar a un precio mayor de aquel que opera en la bolsa de mayor volumen, incumpliendo así el principio de “Mejor Ejecución”.

Es muy probable que al fraccionar con una regla aleatoria el número de órdenes, podría suceder que una orden pasiva se quedara estacionada en una bolsa mientras que en la otra están sucediendo hechos a mejor precio, lo que no solo dejaría insatisfecha a esa orden en particular sino que también podría provocar que no se respetara el orden de prelación, debido a que una orden posterior, (derivado de la aleatoriedad) fuera operada en la bolsa donde está habiendo hechos por tanto termine ejecutándose antes que la que llegó primero e incluso a mejor precio. Existen varios ejemplos de esto, lo que puede afectar gravemente la relación comercial de los clientes con los intermediarios.

Como resultado de diversos análisis, se identifican escenarios en los que se puede prever que existirá un mayor volumen de posturas y clientes insatisfechos, afectando principalmente a pequeños inversionistas para los cuales se requerirá un mayor tiempo y esfuerzo dedicado al seguimiento de la efectiva ejecución de sus órdenes, y con mayor riesgo de sufrir afectaciones patrimoniales ante movimientos de precios en el mercado y la consiguiente mala reputación de las casas de bolsa con sus clientes y del propio mercado.

### Operación al Cierre

La nueva aleatoriedad para operar en el libro al cierre es particularmente preocupante, ya que la prelación de las posturas se puede ver muy afectada. Las operaciones que tienen como intención obtener el precio al cierre, se deben operar en el mercado primario de la emisora "*primary listing*", ya que el precio de cierre solo lo define una bolsa y a ese mercado es al que los inversionistas prefieren enviar sus posturas, para la correcta formación de precios al cierre, evitando así operar a precios muy lejanos con el que se calcula la Operación de Cierre.

El riesgo de que las posturas enviadas a una bolsa, resultado de la función de aleatoriedad propuesta, provoque que una postura se quede sin ser ejecutada en la bolsa con menor volumen de operación, aun cuando en la otra bolsa si podía haber sido ejecutada, podrá generar el riesgo de que las casas de bolsa se queden con exposición (Posiciones largas o cortas) que resultarían en posibles daños al capital de las casas de bolsa.

Cerca del 30% del volumen de las bolsas de México se hace durante el periodo de cálculo de formación de precios al cierre, así como la misma Operación al Cierre. El implementar la aleatoriedad en la ejecución, disminuirá la certeza que los clientes y las casas de bolsa tienen en esta operación, ya que el 30% de las órdenes podrá ser dirigida a una bolsa donde no se fija el precio de cierre de la emisora, por lo tanto, no habrá volumen suficiente para que se ejecuten las órdenes pasivas, quitando así el incentivo para operar de esta forma. Existe una probabilidad alta de que el volumen que se dirija hacia la bolsa que no tiene el listado primario de la emisora, quede sin ejecutar como resultado de la aleatoriedad.

Por lo anterior, **se propone que no exista aleatoriedad en las posturas pasivas al cierre y que estos flujos se formen en el "*primary listing*" de cada emisora.**

Las emisoras mexicanas que tienen inscrito un programa de ADRs, GDRs y otros similares, operan en muchos de los casos más del 60% de su volumen en los mercados del exterior y la principal causa de esto es por la certidumbre que ofrecen esos mercados. De establecerse la aleatoriedad es

altamente probable que ese porcentaje de operación se incremente fuera de México y se reduzca en nuestro mercado.

Aunado a lo anterior, se realizó un análisis concreto, teniendo como resultado una gran preocupación operativa, en lo referente a:

- 1) **Que no se respete el criterio de prelación**, establecido en la “Circular Única de Casas de Bolsa”, derivado de la aleatoriedad;
- 2) Existencia de **dispersión de precios trabajados en el periodo de cierre**;
- 3) La posible **existencia de órdenes insatisfechas en balances de órdenes activas parcialmente asignadas (remanentes)**; y,
- 4) **Falta de claridad en la forma en que son calculados los precios de cierre y el mecanismo de ejecución y asignación dado que el flujo se dividirá aleatoriamente entre dos bolsas de valores.**

Cabe señalar que las casas de bolsa compiten sobre la base de un servicio de valor agregado al cliente (conseguir la mejor ejecución), por lo que imponer la transmisión forzosa de un porcentaje de las posturas hacia determinada bolsa de valores, afecta la capacidad del intermediario (métodos, procesos, algoritmos, latencia basada en su infraestructura de comunicaciones, *expertise*, etc.) para valorar la mejor ejecución disminuyendo su capacidad de competir por los clientes.

Del mismo modo, se considera que, al tenerse un volumen de posturas mínimo garantizado para las bolsas; podría disminuir la competencia entre las mismas, podrían desaparecer los incentivos para competir en precio y calidad del servicio, pudiéndose, por ende, perjudicar al propio inversionista.

La naturaleza aleatoria de la nueva regla, deja al azar la posibilidad de ejecución de una operación en atención al mandato de un cliente y esa naturaleza lo hace comercialmente riesgoso para cualquier servicio financiero y para todo el mercado; esto resulta así, porque se genera un riesgo adicional al incluir un factor que pueda hacer incumplir un servicio solicitado por haberse dejado expuesto a un evento fortuito (la aleatoriedad). En todo caso, el planteamiento que está impulsando el “Anteproyecto” resulta menos eficiente y más riesgoso para procurar un mercado líquido y, lo mismo se podría decir de la profundidad de mercado, que quedaría sujeta al azar y no al valor agregado de un servicio en particular.

Las medidas implementadas en México para asegurar la operación en ambas bolsas de valores no encuentran precedente en el ámbito internacional, y tienen el potencial de provocar incertidumbre entre los principales participantes internacionales cuando buscan invertir en México. En este sentido, se prevé que las limitaciones implícitas a la formación de precios y competencia entre bolsas de valores, afecten la valuación que realizan ciertas agencias sobre el mercado mexicano para establecer índices de referencia, ya que por la metodología que usan, observan factores relacionados con la accesibilidad del mercado y posibilidad de operación de ciertos activos, mismos que podrían verse seriamente afectados si una regulación local implica que dichos factores queden afectados por un elemento de aleatoriedad (de acuerdo al documento denominado Metodología de índices globales invertibles de mercados elaborado por la MSCI) que quienes determinan los

índices asignan en sus procesos de selección de países y los pesos que éstos representan a nivel global, y en los que se pondera la libre participación de los inversionistas institucionales en las operaciones en el mercado, así como la existencia de limitantes en la formación de precios que pueda llegar a afectar dicha participación.

Lo anterior puede dar como resultado que la ponderación de México dentro de este tipo de índices se reduzca y, por tanto, se traduzca en una afectación para los flujos de inversión que se canalizan a nuestra economía, ya que esos índices son utilizados de manera formal para la toma de decisiones de inversión de los grandes fondos internacionales hacia distintas regiones del mundo pudiendo dar como resultado una menor ponderación del mercado de valores mexicano por estos índices, así como recortes o salidas de emisoras mexicanas en la integración de los mismos.

Como complemento a lo antes expuesto, cabe señalar que, en caso de la aplicación del “Anteproyecto”, **los plazos que propone la autoridad para el desarrollo e implementación de este nuevo criterio de operación resultan insuficientes.** La programación, cambio de manuales, pruebas internas y gremiales, se calcula que tomarán un plazo de por lo menos 9 meses si tomamos como referencia el tiempo de instrumentación de los ajustes a los algoritmos de los sistemas de recepción y asignación de valores que se llevaron a cabo hace algunos años en virtud del inicio de operaciones de la nueva bolsa y la implementación del deber de mejor ejecución. El desarrollar los ajustes y modificaciones correspondientes en un plazo menor al mencionado, provocaría un riesgo operacional y sistémico que frente a los inversionistas podrían dañar la reputación del mercado mexicano.

En adición, se realizó un análisis por parte de las casas de bolsa, considerando que el plazo que se estaría otorgando no es suficiente para realizar las actividades que se mencionan a continuación, de manera enunciativa más nos limitativa:

- Modificaciones al Manual de Recepción y Asignación.
- Desarrollo y adecuaciones a los Sistemas:
  - Integrar algoritmo de aleatoriedad en posturas activas y pasivas.
  - Integrar algoritmo de NO PREVISIBILIDAD para posturas pasivas.
  - Integrar promedio diario mensual de posturas pasivas, para obtener el dato de envío mínimo diario.
  - Integrar información a la mensajería en protocolo FIX que nos de la calificación de la postura al momento de la transmisión (ACTIVA/PASIVA).
  - Integración de información en materia de controles internos.
- Pruebas internas – integrales.
- Pruebas gremiales con ambas bolsas.
- Generación de reportes regulatorios.
- Pantallas o reportes para validar con los temas de los porcentajes y aleatoriedad.

Adicionalmente, se considera que la implementación del envío aleatorio de órdenes no ofrece un valor agregado para los inversionistas, sino que parece constituir una carga innecesaria y desproporcionada para las casas de bolsa que deberán realizar modificaciones a sus sistemas, así como los ajustes correspondientes a sus políticas internas en un periodo que no resulta viable conforme al esquema organizativo y de distribución de presupuesto planeado por dichas entidades;

a su vez, también se afecta el deber de mejor ejecución que deben cumplir las casas de bolsa, al eliminar como uno de los factores a considerar a la probabilidad de ejecución, consistente en buscar las mejores condiciones de ejecución de los valores en el momento de la transmisión de las posturas, conforme a la metodología implementada por los intermediarios bursátiles, lo cual procura la efectividad en la transmisión de las mismas. La implementación de dicha carga, además de afectar a los inversionistas en lo relativo a la obtención del mejor precio disponible de los valores objeto de ejecución, podría también repercutir en el encarecimiento de los servicios asociados a la compra y venta de valores, sin que se haya generado un incremento en los beneficios que las bolsas de valores les proporcionan a los participantes en las mismas, es decir, mayor volumen, mejor precio y hacer más factible el cumplimiento de las instrucciones de los clientes.

## **CONCLUSION**

Por las consideraciones antes expuestas, se presume que las acciones regulatorias contenidas en el “Anteproyecto” no agregan valor a la operación de los clientes de las casas de bolsa, no fomentan el crecimiento del mercado de valores mexicano y, generan incertidumbre en la ejecución de las operaciones.

Lo anterior resulta relevante además por los efectos secundarios que la medida podría generar, entre los que destaca la **fragmentación de mercado**, fenómeno que ha provocado efectos no deseados en otras jurisdicciones y ha sido materia de estudio durante los últimos lustros, aunque eventualmente puede tener también beneficios, mismos que en México no se han hecho patentes.

## **PETITORIOS**

Centrándonos en el “Anteproyecto” en cuestión, **podría resultar más efectivo dar marcha atrás en la promoción de dicha iniciativa y buscar opciones entre los participantes del mercado de valores para procurar y promover la competencia y eficiencia de mercado, que impulsar dicho cambio con los diversos riesgos que implica.**