

Colusión en el mercado secundario de intermediación de valores de deuda pública



Comisión
Federal de
Competencia
Económica

La COFECE considera que el buen funcionamiento del sector financiero es de suma importancia para el desempeño de la economía mexicana, por ello se ha incluido como un sector prioritario tanto en el Plan Estratégico 2014-2017 como en el Plan Estratégico 2018-2021. La relevancia de este sector se debe a que funciona como catalizador de la economía y favorece la inversión y el ahorro.

En consecuencia, este sector requiere de un seguimiento que propicie mejores condiciones de competencia de forma que se propicie el acceso de la sociedad a productos financieros de calidad y al mejor costo posible. Un sistema financiero que opere de manera eficiente y que sea competitivo favorece el flujo de financiamiento a los proyectos más rentables y productivos, amplía y mejora las opciones de los ahorradores y disminuye los costos de transacción en el resto de los sectores de la economía.

El mercado de intermediación de valores de deuda en México

La deuda pública constituye uno de los mecanismos a través de los cuales el Gobierno Federal obtiene el financiamiento para solventar sus proyectos y actividad pública. Para ello, el Congreso de la Unión aprueba los montos de endeudamiento que podrá adquirir el Ejecutivo Federal. Posteriormente, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a través del Banco de México, emite los títulos de los valores de deuda y los coloca mediante subastas para que los intermediarios financieros los adquieran. Este proceso de emisión y colocación de títulos de valores se conoce como “mercado primario”^{1,2}.

1. Los títulos de los valores de deuda son documentos necesarios para hacer válidos los derechos de una transacción financiera, y representan el compromiso por parte del emisor, en este caso la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

2. Entre los intermediarios financieros se encuentran los bancos, casas de bolsa, sociedades de inversión, y sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro, entre otros.

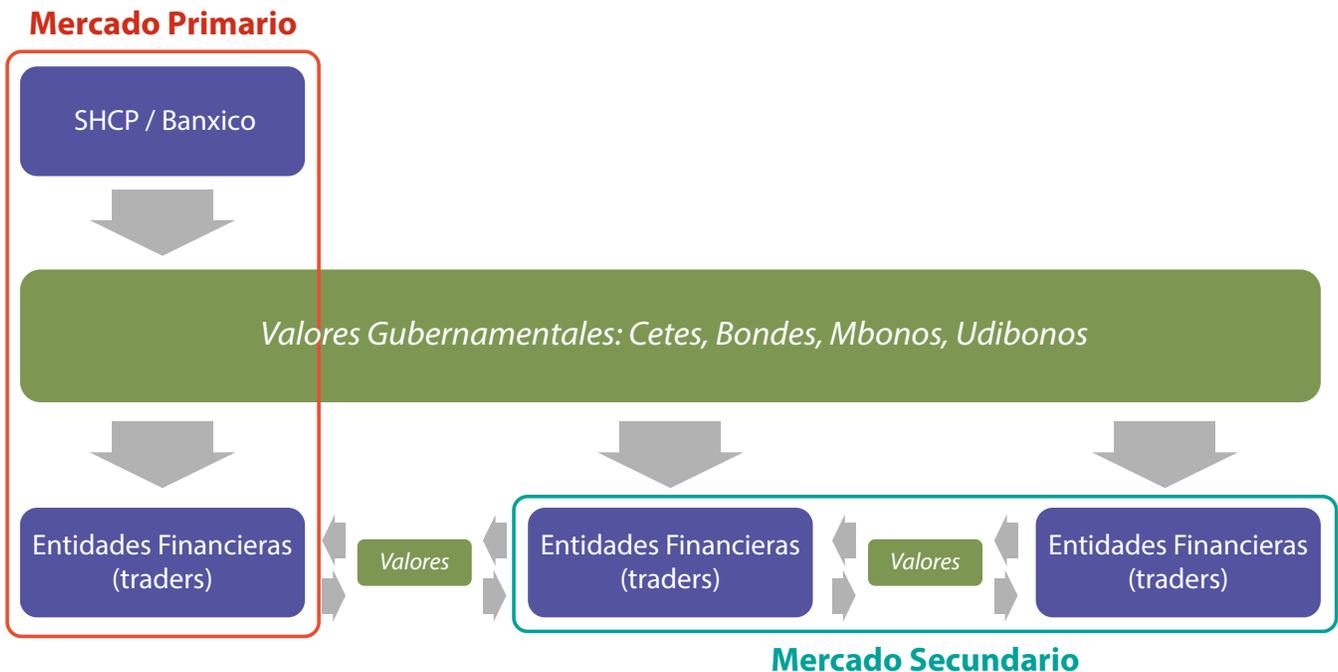
Una vez que los valores gubernamentales son adquiridos por intermediarios financieros, los papeles de deuda no necesariamente permanecerán en poder de los adquirentes originales hasta su vencimiento, es decir, podrán ser objeto de nuevas operaciones realizadas entre entidades financieras, en las que serán revendidos. En estas operaciones ya no interviene el Gobierno Federal y se le conoce como “mercado secundario”.

Así, la intermediación de deuda pública está conformada por dos segmentos: el mercado primario, en el cual el Gobierno Federal realiza la primera venta de los valores; y el mercado secundario, en el cual las entidades del sistema financiero intercambian entre ellos los valores (ver Esquema 1).

Una forma mediante la cual los bancos intercambian entre ellos los valores de deuda pública en el mercado secundario es a través de agentes que por medio de plataformas electrónicas permiten a los intermediarios financieros colocar sus propuestas de compra o venta de los valores gubernamentales de manera anónima. Estos agentes son conocidos como *brokers*.

Por su parte, los representantes de los bancos, comúnmente conocidos como *traders*, son los encargados de negociar las posturas, es decir, el precio al cual comprarán o venderán los valores gubernamentales. Las operaciones en el mercado secundario pueden realizarse a través de los *brokers*, por medio de un servicio de “pantallas” que

Esquema 1. Intermediación de valores de deuda pública



Fuente: COFECE NOTAS: SHCP - Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banxico - Banco de México

conecta a los *traders* de manera anónima, o directamente, es decir, cuando los *traders* entablan comunicaciones con *traders* de otros bancos para adquirir o vender valores de deuda pública³.

Uno de los mecanismos comúnmente utilizado por los *traders* para comunicarse entre ellos es la mensajería instantánea tipo *chat*. Este chat es un servicio de comunicación que permite el contacto directo entre *traders*, para concretar las operaciones de compra, venta, o reventa, así como para facilitar una comunicación continua y en tiempo real de información diversa que sirve para la toma de decisiones⁴.

Conducta investigada

La conducta investigada por la COFECE ocurrió en el mercado secundario, por lo que no se vio afectado, en forma directa el costo del financiamiento público derivado de la colocación de deuda (es decir, el precio al cual el Gobierno Federal la adquirió). Sin embargo, para el correcto desarrollo del

3. Existen muchos *brokers* y, por lo tanto, varias “pantallas”, por lo que los intermediarios financieros que quieren realizar compraventa de valores de deuda por medio de “pantallas” únicamente pueden hacerlo en aquellas que tienen contratadas. Cabe señalar que estas operaciones se pueden llevar a cabo por medios diferentes a las “pantallas”. Si un intermediario está interesado en tomar la postura (de compra o venta) anunciada anónimamente en la “pantalla”, envía la orden por teléfono al *broker* el cual cierra la operación al precio y monto señalado en la postura anunciada. No existe una obligación de utilizar las “pantallas” para la compraventa de valores de deuda, por lo que muchos *traders* concretan sus operaciones vía telefónica o por *chats*.

4. *Bloomberg* y *Reuters* prestan el servicio de *chats* o salas de *chat* (*chatrooms*) virtuales, los cuales pueden ser contratados por los intermediarios financieros que participan en el mercado de valores.

mercado de la intermediación de valores de deuda y, por lo tanto, para el buen funcionamiento de la deuda pública como un medio de financiamiento del Gobierno, es fundamental el sano desarrollo del mercado secundario.

En este sentido, las operaciones de compra, venta y reventa que realizan los *traders*, además de permitir que se obtenga un margen sobre el precio de la operación, aportan liquidez a los valores de deuda. Así, si el mercado secundario no funciona bien, los inversores no tendrán incentivos para comprar valores de deuda emitidos por el Gobierno.

En 2016, la Autoridad Investigadora de la Comisión inició una investigación por posibles prácticas monopólicas absolutas en el mercado de la intermediación de valores de deuda emitidos por el Gobierno Federal, la cual abarcó tanto el mercado primario como el mercado secundario. Lo anterior, a partir de la existencia de indicios de posibles colusiones entre intermediarios financieros tanto en el mercado primario como en el mercado secundario.

Después de un proceso laborioso de indagatorias, la Autoridad Investigadora determinó que la colusión se llevó a cabo por medio de *chats*. Para su análisis, estableció criterios que se centraron en seleccionar aquellos donde hubiesen participado *traders* de distintos intermediarios financieros y

que la conversación hiciera referencia a variables relevantes como el precio o el rendimiento de los instrumentos de deuda. Así es como se lograron encontrar elementos suficientes para comprobar la comisión de probables prácticas monopólicas absolutas en el mercado secundario, llevadas a cabo por *traders* en representación de sus intermediarios financieros.

Derivado de la investigación, se identificaron diversos acuerdos entre competidores, los cuales consistían en:

- Manipular el precio al cual venderían los valores de deuda a otros intermediarios. En este caso, los *traders* competidores coordinaron el precio que ambos pondrían en las “pantallas” de los *brokers*.
- Establecer la obligación de no comercializar o adquirir ciertos valores gubernamentales. Se identificó que los *traders* competidores se coordinaron para abstenerse de colocar en las “pantallas” de los *brokers* ofertas de venta o compra de un determinado instrumento de deuda, con el objeto de que solo uno de ellos pudiera hacer ofertas sin enfrentar competencia.

El Pleno de la Comisión resolvió que, entre 2010 y 2013, siete intermediarios financieros: *Banamex*; *Barclays Bank*; *BBVA Bancomer*; *Bank of America*; *Deutsche Bank*; *Santander*, y *J.P. Morgan* realizaron prácticas monopólicas absolutas a través de 11 *traders*,

consistentes en 142 acuerdos bilaterales en el mercado secundario^{5,6}. Estas prácticas anticompetitivas generaron un perjuicio al público que participó en la compraventa de los valores de deuda involucrados en esas transacciones.

Para estimar el posible daño derivado de la conducta, la COFECE:

- a. Identificó aquellos acuerdos en los cuales se contaba con certeza respecto de qué valores gubernamentales estaban involucrados en la colusión.
- b. Comparó los precios acordados en la colusión con los precios que había arrojado la valuación de los mismos valores el día anterior. La diferencia entre ambos precios fue considerada como el sobreprecio derivado de la práctica.

Como se señaló, la conducta sancionada no afectó al mercado primario, ni a la totalidad de la deuda pública, por lo que no se identificó una afectación directa

5. Los siete intermediarios financieros son *Banco Nacional de México, S.A.*, integrante del *Grupo Financiero Banamex (Banamex)*; *Barclays Bank México, S.A.* Institución de Banca Múltiple, *Grupo Financiero Barclays (Barclays Bank)*; *BBVA Bancomer*, Sociedad Anónima, Institución de Banca Múltiple, *Grupo Financiero BBVA Bancomer (BBVA Bancomer)*; *Bank of America México, S.A.*, Institución de Banca Múltiple (*Bank of America*); *Deutsche Bank México, S.A.*, Institución de Banca Múltiple (*Deutsche Bank*); *Banco Santander México, S.A.*, Institución de Banca Múltiple, *Grupo Financiero Santander México (Santander)*, y *Banco J.P. Morgan, S.A.*, Institución de Banca Múltiple, *J.P. Morgan Grupo Financiero (J.P. Morgan)*.

6. Derivado del análisis de las conversaciones no se encontró evidencia de acuerdos colusorios en *chats* relacionados con el mercado primario.

al Gobierno Federal, ni a la totalidad del público inversionista que adquiere valores gubernamentales.

A partir de este análisis, el Pleno de la Comisión estimó la generación de un daño al público inversionista que adquirió los valores de deuda por 29 millones 389 mil pesos e impuso multas a las personas morales y físicas responsables de la conducta, las cuales ascendieron a 35 millones 75 mil pesos. El monto de la sanción no alcanzó las cantidades tan elevadas que en otros casos se han impuesto como multa, dado que estas deben ser proporcionales al daño causado, sin perder el carácter severo establecido en la Constitución.

Investigaciones en el sector financiero

La COFECE ha realizado otras intervenciones en este sector, con el fin de contribuir a su eficiencia y competitividad, entre las que destacan las siguientes:

- **Administración de fondos para el retiro:** en 2015 se inició una investigación por la posible realización de prácticas monopólicas absolutas en el mercado de la prestación de servicios de Administración de Fondos para el Retiro de los Trabajadores (Afore). Derivado de la investigación se acreditó que cuatro Afores celebraron acuerdos bilaterales para limitar el traspaso de cuentas entre ellas. Así, en 2017 el Pleno sancionó por mil 112 millones de pesos a cuatro Afores

y 11 personas físicas por su participación en estas prácticas.

- **Mercado de información crediticia:** en 2015 se inició una investigación por abuso de dominancia en el mercado de información crediticia, en la cual se acreditó que *Dun & Bradstreet*, sociedad de información crediticia, abusó de su poder de mercado al negarse a intercambiar su base de datos primaria con *Círculo de Crédito*, otra empresa de información crediticia, obstaculizando así la capacidad de *Círculo de Crédito* para recopilar, procesar y comercializar información. Por lo anterior, en 2019 el Pleno impuso una sanción por más de 27 millones de pesos a *Dun & Bradstreet*⁷.
- **Mercado de sistema de pagos de tarjetas:** en 2018 se inició una investigación para determinar la existencia de insumos esenciales o barreras a la competencia en el mercado de sistemas de pagos con tarjetas. Como resultado, se identificaron barreras a la competencia que impiden la entrada e incrementan los costos de nuevos participantes en este mercado, además, inhiben la innovación, la inversión para atender problemas operativos y de seguridad, e incrementan los costos de los bancos que afilian a los comercios. La falta de competencia ha provocado cuotas elevadas que genera que pocos comercios estén interesados en recibir pagos por este medio, ya que deben asumir dicho costo. Derivado de

7. El agente económico sancionado fue *Dun & Bradstreet, S.A.*, Sociedad de Información Crediticia (*Dun & Bradstreet*).

lo anterior, se propuso que el Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores emitan la regulación necesaria para que operen nuevas redes de pago

con tarjeta y que los bancos accionistas desincorporaran algunos activos de *Prosa* y de *E-Global*, que son los dos únicos procesadores de pagos en el mercado⁸.

8. En este momento se encuentra en la etapa en la que los interesados podrán presentar las manifestaciones y alegatos que consideren pertinentes, a fin de que el Pleno de la Comisión emita la resolución final del caso.