



BCR

BOLSA DE COMERCIO
DE ROSARIO

Año CVIII - 1535
MAYO DE 2019



CONSECUENCIAS PARA UNA ECONOMÍA DE LA INTEGRACIÓN DE MERCADOS FINANCIEROS

Gustavo G. Rodríguez*

INTRODUCCIÓN

La presente publicación es un trabajo bibliográfico que busca determinar las razones y los beneficios de la integración de mercados financieros, tanto para las economías como para los agentes económicos y los mercados en sí mismos. Para ellos se revisarán las integraciones más importantes ocurridas tanto en la plaza local como a nivel mundial.

SOBRE LOS MERCADOS

El Mercado de capitales, según la ley argentina 26.831, que es la que lo regula, *“es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores.”* El Mercado es un espacio de intercambios.

Una economía que crezca y se desarrolle necesitará de dos tipos de mercados que hagan posibles estos objetivos. Estos son los “mercados físicos” –también llamados de contado, disponibles o spot– y los “mercados de derivados”. Dentro de los primeros en-

EL MERCADO ES UN ESPACIO DE INTERCAMBIOS.

contramos a todos los mercados donde se negocien bienes o activos financieros en existencia en un momento dado. La característica principal de quien acude a los mercados físicos es que procura hacerse del bien objeto de la transacción, ya sea este oro, soja, petróleo, acciones o títulos de renta fija.

Por otro lado están los mercados de derivados. El objetivo de estos dos tipos de mercados es muy diferente. Mientras que los mercados de contado o spot buscan intermediar entre la oferta y la demanda de un producto o fondos, los mercados de derivados tienen como objetivo primordial ser un ámbito que permita la transferencia de riesgos entre los distintos participantes de un mercado o economía.

*Gustavo G. Rodríguez, CFO Grupo ROFEX.



Una diferencia fundamental se da en la formación de precio en estos dos mercados. Mientras que en el mercado spot la formación de precios se da por la interacción de la oferta y la demanda sobre el activo, en los mercados de derivados el precio del instrumento se desprende básicamente del activo objeto del contrato¹.

Es así que los mercados de derivados toman ese nombre precisamente porque en su recinto se negocian instrumentos llamados "derivados" los que a su vez son denominados de esa manera porque su precio "deriva" del precio de otro activo como ser materias primas, divisas, valores de renta fija entre otros. De esta manera un derivado sobre el precio de la soja va a variar de precio en la medida que varíe el precio de la soja.

Los mercados de capitales o financieros comprenden entonces los mercados de contado donde se negocian acciones y títulos de deuda (habitualmente llamados mercados de valores) y los mercados de derivados (también llamados mercados a término).

EN EL MERCADO SPOT,
LA FORMACIÓN DE PRECIOS
SE DA POR LA INTERACCIÓN
DE LA OFERTA Y LA DEMAN-
DA SOBRE EL ACTIVO,

EN LOS MERCADOS DE
DERIVADOS, EL PRECIO DEL
INSTRUMENTO SE
DESPRENDE BÁSICAMENTE
DEL ACTIVO OBJETO
DEL CONTRATO.

¹ Van Horne, James. "Fundamentos de Administración Financiera"



TENDENCIA A LA INTEGRACIÓN

Tanto en el mundo como en el plano local estamos viendo hace años una tendencia inexorable hacia la integración de mercados financieros, ya sean bajo el formato contado-contado, contado-derivado o derivado-derivado. Es decir todos los mercados buscan brindar en su seno la negociación de mayor cantidad de productos y llegar a mayor cantidad de agentes económicos.

En el Prospecto de fusión de MATba-ROFEX, se resume el panorama global de fusiones, describiendo que los 15 mercados más grandes de valores y de derivados a nivel mundial han vivido algún proceso de integración o fusión. Algunos ejemplos: el Chicago Mercantile Exchange (que aglutinó al CME, CBOT, NYMEX, y KCBT) e Intercontinental Exchange (integrado por ICE, ISE, NYBOT, MGX, NYSE), como referentes que se originaron como mercados de futuros. Y lo mismo ocurrió en Latinoamérica y otros procesos que han trascendido las fronteras nacionales.

A su vez, desarrolla el concepto de cómo surgieron estos procesos y que se vinculan sobre todo a las “desmutualizaciones” de los mercados que se iniciaron hace más de 20 años. *“De acuerdo a la World Federation of Exchanges, a mediados de la década de los '90 solamente el 10% de los mercados eran corporaciones con fin de lucro. Sin embargo, para el año 2008 el 76% de los mercados mundiales tenían fin de lucro y en la actualidad más del 90% de los mercados tienen esas características. Luego del proceso de desmutualización, las economías de escala y las necesidades*

TODOS LOS MERCADOS
BUSCAN BRINDAR EN SU
SENO LA NEGOCIACIÓN DE
MAYOR CANTIDAD DE PRO-
DUCTOS Y LLEGAR A MA-
YOR CANTIDAD DE AGEN-
TES ECONÓMICOS.

de inversión en tecnología llevaron a que las integraciones de mercados fueran la tendencia predominante. Dicha tendencia es tan marcada, que prácticamente no se encuentran países en los que, partiendo de múltiples mercados fragmentados, no se haya avanzado en este sentido.”²

Repasemos los principales antecedentes de integración a nivel mundial y a nivel local:

ANTECEDENTES DE INTEGRACIÓN DE MERCADOS A NIVEL MUNDIAL NYSE EURONEXT

El Amsterdam Stock Exchange³ es considerado el mercado más viejo del mundo, nacido en el año 1602, el cual en el año 1997 se fusionó con un novel mercado de derivados llamado European Option Exchange. En

² Prospecto de fusión MATba-Rofex <https://www.rofex.com.ar/upload/institucional/Prospecto%20Definitivo%20de%20Fusi%C3%B3n%20MATba%20-%20ROFEX%20FINAL.pdf>

³ Los nombres de los mercados se los mantendrán en inglés ya que así son conocidos mundialmente y las siglas hacen referencia a los nombres en ese idioma.

el año 2000 nuevamente volvió a fusionarse, esta vez con el Brussels Stock Exchange y el Paris Stock Exchange formando Euronext que es conocido hoy como Euronext Amsterdam. Finalmente el 4 de abril de 2007 se fusionó con el New York Stock Exchange (NYSE) formando el NYSE Euronext convirtiéndose en el mercado de acciones global más grande del mundo en términos de capitalización bursátil, triplicando en ese momento al London Stock Exchange, y por valor de las empresas cotizadas. El objetivo en su momento fue el de crear el primer mercado de valores transatlántico y consolidarse como el "mayor y más líquido de los mercados bursátiles del mundo", en el que se cotizarían empresas bilionarias. Por otro lado, dicha fusión se hizo por supuesto para aumentar el volumen de negocios, ahorrar costos en términos de unificación de plataformas tecnológicas y aumentar las ganancias de los accionistas.

En el año 2012 NYSE Euronext es adquirida por Intercontinental Exchange (ICE) por USD 8.200 millones. En el comunicado puede leerse que "ICE destaca que la operación combina dos operadores bursátiles líderes, que crearán un operador global de alto nivel diversificado, ya que tendrá presencia en números mercados como los de materias primas energéticas y agrícolas, derivados, acciones, divisas o tipos de interés. En este sentido, señala que con unas capacidades líderes, la compañía combinada estará "bien posicionada" para generar eficiencias mientras sigue cumpliendo con la demanda de los clientes. Así, calcula que producirá sinergias en los gastos de 450 millones de dólares y que tendrá un impacto positivo en los beneficios superior al 15% en el primer año posterior al cierre⁴.

CME GROUP

El 12 de julio de 2007 se efectivizó la fusión de dos de los más importantes mercados de derivados del mundo: el Chicago Board of Trade (CBOT), el mayor mercado de derivados sobre commodities agrícolas del mundo, con el Chicago Mercantile Exchange (CME), el mayor mercado de derivados financieros del mundo. Esta fusión dio lugar al entonces mayor mercado de derivados del mundo, llamado CME Group, que opera ambos mercados.

El 18 de agosto de 2008, los accionistas aprobaron la fusión con el New York Mercantile Exchange (NYMEX) y el COMEX. En la actualidad, el MERC, CBOT, NYMEX y COMEX son mercados propiedad de CME Group.

CME es el mercado con mayor número de contratos vivos del mundo en opciones y futuros, incluidos cualquiera de la ciudad de Nueva York y comercializa varios tipos de instrumentos financieros: tasas de interés, acciones, divisas

CME ES EL MERCADO CON MAYOR NÚMERO DE CONTRATOS VIVOS DEL MUNDO EN OPCIONES Y FUTUROS, INCLUIDOS CUALQUIERA DE LA CIUDAD DE NUEVA YORK Y COMERCIALIZA VARIOS TIPOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

y productos básicos. También ofrece operaciones en inversiones alternativas, como condiciones climatológicas y derivados inmobiliarios.

El New York Mercantile Exchange (NYMEX) es otro de los mercados de futuros sobre commodities más importantes del mundo. Los principales productos negociados en este mercado son futuros de oro y petróleo, aunque hay muchos otros relacionados con energía y metales. El 17 de marzo de 2008 se anunció la adquisición por parte del CME Group del NYMEX junto con el Commodity Exchange (COMEX).

BRASIL

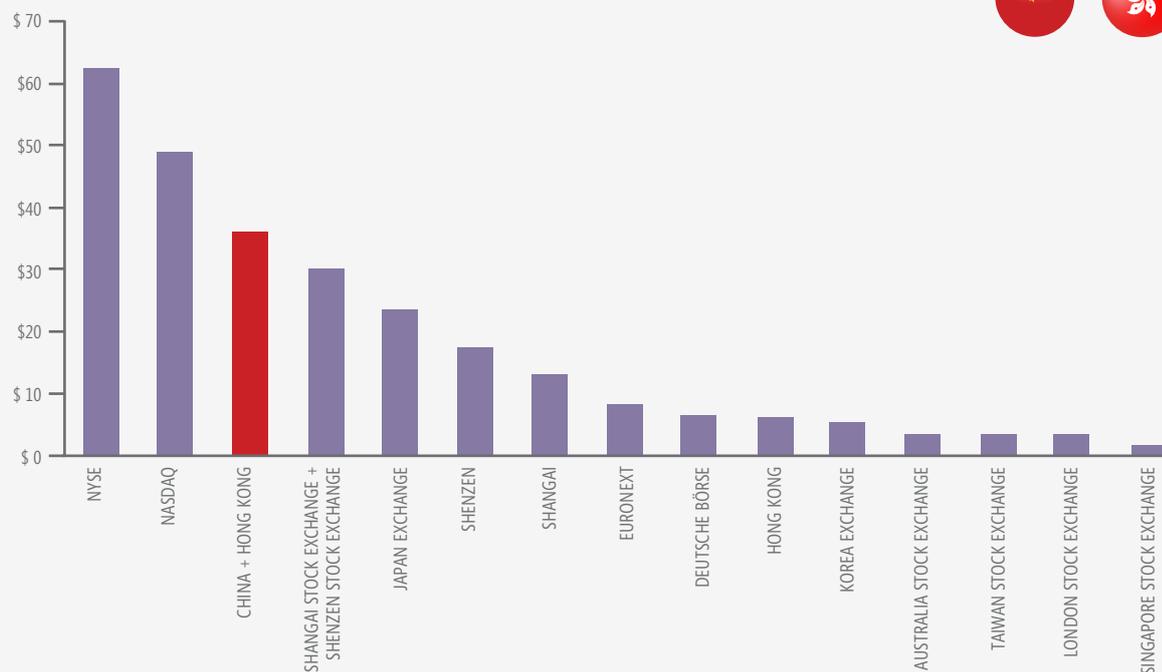
El 8 de marzo de 2008, en Brasil, la Bolsa de Mercaderías & Futuros (BM&F) y la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA) se fusionaron creando BM&FBovespa. El 24 de septiembre de 2010 y con un valor de mercado de la nueva entidad, calculado hoy en unos 20.000 millones de dólares, se convirtió en el principal mercado financiero de América Latina y en el segundo mercado más grande del mundo en capitalización bursátil detrás del de Honk Kong.

El CME Group tuvo en su haber el 5% de las acciones del BM&FBovespa mientras que este último tiene en su haber el 5% de las acciones del CME Group, lo que refuerza la idea de integración y tiene una especial relevancia dado que se trata de una integración entre un mercado estadounidense con un mercado latinoamericano. En 2017, la agencia reguladora de la competencia de Brasil aprobó a

⁴ https://www.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/el-operador-bursatil-ice-adquiere-nyse-uronext-por-6-171-millones_6YMPsoXWeMlzKy5EokaU33/

INTEGRATION OF CHINESE AND HONG KONG EXCHANGES TO CREATE WORLD'S THIRD-LARGEST MARKET BY TRADING VALUE

Average daily value traded in billions of dollars



Source: Goldman Sachs, U.S. Global Investors

adquisición de Cetip SA Mercados Organizados, por parte de BMF&Bovespa⁵. La operación fue valuada en 12,000 millones de reales (3,900 millones de dólares) y contempla el seguimiento independiente de precios de valores y acceso de rivales a sus plataformas y pasó a llamarse B3.

CHINA

El 16 de agosto de 2016, China aprobaba la puesta en marcha de la conexión entre las bolsas de Hong Kong y Shenzhen, una nueva fusión con claras expectativas de crecimiento. El objetivo de dicha fusión fue permitirles a los accionistas internacionales la compraventa de títulos en el parque de Shenzhen a través del de Hong Kong y viceversa. Uno de sus antecedentes, fue el Programa "Shanghai-Hong Kong Stock Connect". Dicha fusión no solo supuso una señal en términos económicos sino una muestra de que China estaba abierta a inversores extranjeros como parte clave de "la China moderna". En su momento, el Primer Ministro Li Keqiang comentaba que el lanzamiento de la conexión Shenzhen-Hong Kong después del de Shanghai-Hong Kong "marca otro paso hacia un sistema más orientado al mercado, más basado en la ley y más global en China; y generará muchos resultados positivos". El siguiente gráfico muestra las expectativas en ese momento, razones que motivaron la conexión. La fusión entre las

bolsas de Hong Kong y Shanghai generó transacciones por valor de unos 2 billones de yuanes (unos 309.100 millones de dólares) en su primer año de funcionamiento.

ANTECEDENTES DE INTEGRACIÓN DE MERCADOS A NIVEL NACIONAL

En el año 2012, se sancionó la Ley 26.831 de Mercados de Capitales, que ya desde sus objetivos promovía la integración, la participación de múltiples actores y sobre todo el cuidado de los pequeños inversores. Algunos puntos a tener en cuenta:

EN EL AÑO 2012,
SE SANCIONÓ LA LEY 26.831
DE MERCADOS DE
CAPITALES, QUE YA DESDE
SUS OBJETIVOS PROMOVÍA
LA INTEGRACIÓN.

⁵ <https://www.lanacion.com.ar/998815-nace-la-tercera-plaza-bursatil-mas-grande-del-mundo>

entidad de estadística y capacitación; el 100% de Tecnología de Valores (TecVal) y el 20% del Mercado Argentino de Valores con quien mantiene un convenio de especialización, de manera de ser ByMA el mercado senior y el MAV mercado junior. Por esta especialización en MAV se listan todas las emisiones de productos regionales y pymes, incluidos los cheques de pago diferido y en ByMA se listan las emisiones de empresas senior.

MERCADO ARGENTINO DE VALORES (MAV)

El MAV surge como tal en el año 2014 producto de una fusión por absorción entre el Mercado de Valores de Rosario y el Mercado de Valores de Mendoza buscando además integrar fuertemente a los principales actores del país.

Según puede leerse en su prospecto de emisión de acciones del año 2017⁷:

"Uno de los objetivos estratégicos del MAV, pasa por integrar societariamente a todos los actores institucionales relevantes del actual Mercado de Capitales Argentino, en particular las principales Bolsas y Mercados del país.

Así, los primeros pasos se han dado con las Bolsas madres de los Mercados de valores de Rosario y Mendoza fusionados.

A los fines de lograr un adecuado cumplimiento del objeto del MAV, aparece como especialmente relevante la incorporación de socios estratégicos, puesto que ello obedece al rediseño del mercado de capitales, situación única y extraordinaria que se da en nuestro país a partir de la nueva ley del Mercado de Capitales, N° 26.831.

Del mismo modo, corresponde advertir que es intención de la CNV lograr una integración de los Mercados, preferentemente desde el punto de vista societario en línea con procesos internacionales verificables en la materia. Inicialmente, el proceso instado por la CNV pretende interconectar los paneles de negociación de todos los mercados de país.

*En este camino, el **Mercado Argentino de Valores** ha dado algunos pasos tendientes a consolidar esa tendencia hacia la integración de Bolsas y Mercados en una única estructura societaria, destacando el exitoso proceso de fusión por absorción con el Mercado de Valores de Mendoza.*

Uno de los aspectos centrales del plan de negocios venidero del MAV será poder lograr enclaves comerciales en las principales ciudades económicamente activas de nuestro país a los fines de que dichos centros comerciales logren el desarrollo de productos que permitan el financiamiento de las economías regionales y, al mismo tiempo, permitan que los ahorros locales

HOY SIN DUDA MAV
SE HA CONVERTIDO EN EL
MERCADO DE REFERENCIA
DE EMISIÓN DE PRODUCTOS
PYMES, DESTACÁNDOSE
LA OPERATORIA DE
DESCUENTO DE CHEQUES
DE PAGO DIFERIDO Y
PAGARÉS BURSÁTILES.

puedan ser aplicados a productos y emisiones también regionales.

En este marco, resulta estratégico y esencial para el cumplimiento de los fines del Mercado Argentino de Valores SA, lograr la integración societaria de las distintas Bolsas y Mercados del país al MAV, participando ellas del capital social de este Mercado resultante de la fusión con el Mercado de Mendoza."

En la actualidad forman parte del capital social del MAV las siguientes entidades del mercado de capitales argentino, entre otras: Bolsa de Comercio Confederada, Bolsa de Comercio de Bahía Blanca, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Córdoba, Bolsa de Comercio de Entre Ríos, Bolsa de Comercio de Mar del Plata, Bolsa de Comercio de Mendoza, Bolsa de Comercio de Rosario, Bolsa de Comercio de Santa Fe, Bolsa de Comercio de Tucumán, ROFEX y ByMA.

A su vez, además de integrar federalmente a todas las entidades del mercado, el MAV se propuso como objetivo estratégico ser un mercado especialista enfocado en necesidades de empresas pymes y regionales. Según puede leerse en el convenio estratégico de crecimiento suscripto el 20 de agosto de 2014 entre MAV y ByMA reproducido en el mencionado prospecto de emisión de acciones:

El Convenio tiene como objeto lograr la especialización de productos. En este sentido acordaron dos segmentos de operaciones bien diferenciados, uno caracterizado por productos de mayores exigencias técnicas que requieren una estructura de análisis más compleja, los cuales serán negociados en ByMA; y por la otra, en el MAV se conformará un mercado que aglutine y de respuesta a necesi-

⁷ http://www.mervaros.com.ar/marco-legal/normas-internas/oferta-publica-nuevas-acciones-mav/?no_cache=1&tx_drblob_pi1%5BdownloadUid%5D=619



dades de tipo regionales o que permitan receptor y ofrecer en él productos que guardan singulares aspectos que lo hacen merecedor de participar en este mercado, y así abrir el acceso a una amplia gama de nuevos productos que hoy se encuentran a la espera de un público inversor ávido de financiar esa actividad primaria.

Hoy sin duda MAV se ha convertido en el mercado de referencia de emisión de productos pymes destacándose la operatoria de descuento de cheques de pago diferido y pagaré bursátil. Como muestra de esto reproduzco aquí lo que informa CNV en su "Financiamiento en el Mercado de Capitales. Informe Diciembre 2018 y Evolución Anual" publicado el 15 de enero de 2019⁸ en relación al acumulado del 2018, año de fuerte contracción del crédito por la crisis surgida:

El financiamiento total acumulado del año fue de \$190.511 millones. Refleja una caída del 36% respecto al 2017, causado por el cierre del mercado para los grandes emisores a partir de mayo de 2018.

A pesar de ello, se destaca el fuerte crecimiento del financiamiento PyME en el mercado de capitales. La

emisión de cheques de pago diferido y pagarés avalados batió records con un crecimiento de 101% en el primer caso y de 110% en el segundo, mediante montos emitidos en el año por \$37.550 millones y \$4.777 millones, respectivamente.

El crecimiento PyME también se distinguió en la incorporación de nuevos emisores primarios PyME, con un volumen record en el año de 70 emisiones de ON Simple garantizada en 14 provincias del país.

MATBA – ROFEX

El 4 de enero de 2017 MATba y ROFEX firmaron el convenio de interconexión de sus plataformas de negociación y liquidación, lo que marcaría el inicio de un nuevo capítulo en el escenario de consolidación operativa de las entidades. Sería el paso inicial para lo que ocurriría meses más tarde: su histórica fusión, una nueva sociedad llamada Matba-Rofex, cotizada en u\$s 274 millones. El 5 de julio siguiente a su convenio, la CNV recibió a ambas instituciones y respaldó lo firmado meses atrás y finalmente el 28 de diciembre de 2018, luego de dos años de trabajo y tras la aprobación de ambas Asambleas Extraordinarias, se fusionaron en un único mercado de futuros.

⁸ <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Prensa/Post/1302/1302financiamiento-en-el-mercado-de-capitales-informe-diciembre-2018-y-evolucion-anual>

De acuerdo a la información pública presentada en el Prospecto de fusión, la misma permitirá a las Sociedades “emerger como un negocio fortalecido para adaptarse a la tendencia de integración que existe a nivel mundial entre las bolsas y mercados, proceso que se espera se acentúe en el futuro producto de una mayor integración de la Argentina en el mundo y su inserción en los mercados de capitales internacionales.”

Entre las principales ventajas y beneficios se han considerado los siguientes aspectos:

A Aumentar los volúmenes y la liquidez de los Mercados, junto con la necesidad de evitar el fraccionamiento de la liquidez.

B Beneficios para los agentes que operan en cada uno de los Mercados. Aquellos Agentes que negocian productos solamente en ROFEX o MATba pasarán a acceder a una oferta más amplia de productos, tanto de futuros y opciones como de otros productos del mercado de capitales. Adicionalmente aquellos Agentes que ya acceden a ambos mercados, podrán hacerlo en forma más simple, ejecutando sus operaciones, garantizándolas y liquidándolas en forma centralizada, lo cual no solo redundará en un importante ahorro de costos transaccionales sino también en significativas ventajas en cuanto a eficiencias de las garantías necesarias para la operatoria.

C El nuevo Mercado se beneficiará de mayores inversiones en tecnología, aspecto que es considerado esencial para el éxito futuro del negocio. Asimismo, todos sus Agentes serán favorecidos por los beneficios por disponibilidad de acceso a una oferta más amplia de tecnología y por estandarización de procesos e interfaces.

D La integración de los Mercados de gran tradición dentro del concierto de entidades bursátiles argentinas, que gozan de solvencia patrimonial y prestigio institucional, va a suponer un mejor posicionamiento relativo tanto nacional e internacional al efecto de poder contribuir al tendido de lazos institucionales que redunden en mejores y más concretos beneficios para los futuros accionistas de MATba-ROFEX.

E La integración promoverá una mayor sinergia y eficiencia en la estructura de costos administrativos y comerciales de los Mercados. Tanto MATba como ROFEX se encuentran transitando años de volúmenes récord en sus líneas de producto, y adicionalmente poseen proyectos de reciente lanzamiento o próximos a ser lanzados que requerirán una expansión de recursos humanos y de sistemas. Esta expansión podrá nutrirse inicialmente de los equipos de ambas entidades optimizando la gestión de costos.

F La integración de los negocios de ambos Mercados permitirá la diversificación de líneas de negocios. Este aspecto generará una menor volatilidad de los ingresos del Merca-

do resultante, lo cual implicará un más estable posicionamiento financiero y mejores perspectivas relacionadas con la cotización de las acciones de dicho Mercado.

CONCLUSIÓN

Como puede observarse a lo largo de la publicación, desde que los mercados fueron pasando de entes sin fines de lucro a empresas, fue evidente un proceso de consolidación e integración de los mismos buscando mayores escalas y eficiencia en la inversión. En nuestro país esta tendencia se dio recién a partir de la sanción de la ley 26.831 conocida como ley del mercado de Capitales. Pero desde su sanción se han dado múltiples movimientos en la plaza local.

La integración de mercados tiene múltiples beneficios que redundan al mismo tiempo en los agentes económicos, en los participantes de los mercados y en la economía en general.

Mercados más grandes generan mayor liquidez y mayor cantidad de productos. Esto sin duda redundará en beneficio de una economía ya que los agentes económicos disponen de mayor acceso al financiamiento, en diferentes formas y de mayor cantidad de productos para cubrirse ante movimientos adversos en los precios de su producción o insumos que afectan su negocio. Estos factores ayudan sin duda a darle previsibilidad a la economía y a apuntalar la inversión productiva.

De cara a los agentes económicos, mercados más grandes y profundos permiten el surgimiento de productos a medida de cada grupo o sector y reducen el costo del financiamiento, así como los costos transaccionales que a veces hacen inviable el financiamiento.

Por último, para los mercados en sí mismos, la integración trae reducción de costos operativos por mayores sinergias, mejora la situación patrimonial incrementando fuertemente su solvencia lo que les permite encarar inversiones tecnológicas importantes para mantenerse a la vanguardia proveyendo servicios de mayor calidad y diversificación de líneas de negocios lo que les brinda menor volatilidad a su precio. Los agentes o brokers a su vez también se ven beneficiados ya que tienen menores costos transaccionales y más productos que ofrecer a sus clientes ■



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO