



KumikoMurakamiCampos Shutterstock.com

# Historia en dos ciudades

Luis A. Herrera (\*)

Confieso que el título fue elegido al solo efecto de atraer la atención de lectores y que por supuesto estoy infinitamente menos dotado que Charles Dickens para la narración. Por otro lado, las ciudades a las que me voy a referir no son París y Londres, sino Chicago y nuestra más modesta Rosario.

Eric Hoffer nos dijo: “En tiempos de cambio quienes estén abiertos al aprendizaje se adueñarán del futuro, mientras que aquellos que creen saberlo todo estarán bien equipados para un mundo que ya no existe”. No tengo dudas sobre estas dos cosas: vivimos efectivamente tiempos de cambio y el pasado, aunque no pueda ser cambiado, es sí una fuente inagotable de aprendizaje; por lo que la recomendación de Mr. Hoffer me resulta altamente pertinente.

Si bien creo que algunos paralelismos existen entre nuestra ciudad y su hermana del hemisferio norte, no pretendo detallarlos aquí. Sólo pondré el foco en sus respectivos mercados de futuros, tratando de relatar parte de la historia del Chicago Board of Trade (CBOT) para aplicarla al aprendizaje de lo que el futuro puede deparar a Rofex.

El CBOT fue fundado en 1848, y en septiembre de 1925 se creó una nueva sociedad denominada Chicago Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC), que tenía por objeto realizar la compensación y liquidación de las operaciones que se negociaban en el mercado. En cuanto a Rofex, éste fue creado en 1909 y en 1999, siguiendo el modelo internacional, se realizó una escisión patrimonial y se constituyó Argentina Clearing,

(\*) Presidente del Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX).

otorgándoles a los accionistas del mercado acciones de la nueva sociedad que, mediante gestión independiente de riesgos y administración de garantías, daba mayor solidez y seguridad a la operatoria.

En el caso de CBOT los accionistas eran los aproximadamente 1.400 miembros operadores plenos. Recordemos que, hasta el año 2005, el funcionamiento estaba organizado bajo un sistema mutualizado, es decir que los dueños del mercado eran los propios operadores. Sobre el tema desmutualización, recomiendo la lectura del artículo de Gilberto Mifano en el número 1.503 del año 2007 de esta misma Revista Institucional. Los propietarios de la BOTCC constituían un grupo mucho menos numeroso por cuanto sus accionistas eran la porción de participantes habilitados como miembros compensadores.

En nuestro caso, por su origen, los dueños del mercado y de la clearing son hasta el día de hoy prácticamente los mismos y el proceso de desmutualización se efectuó entre 2002 y 2003.

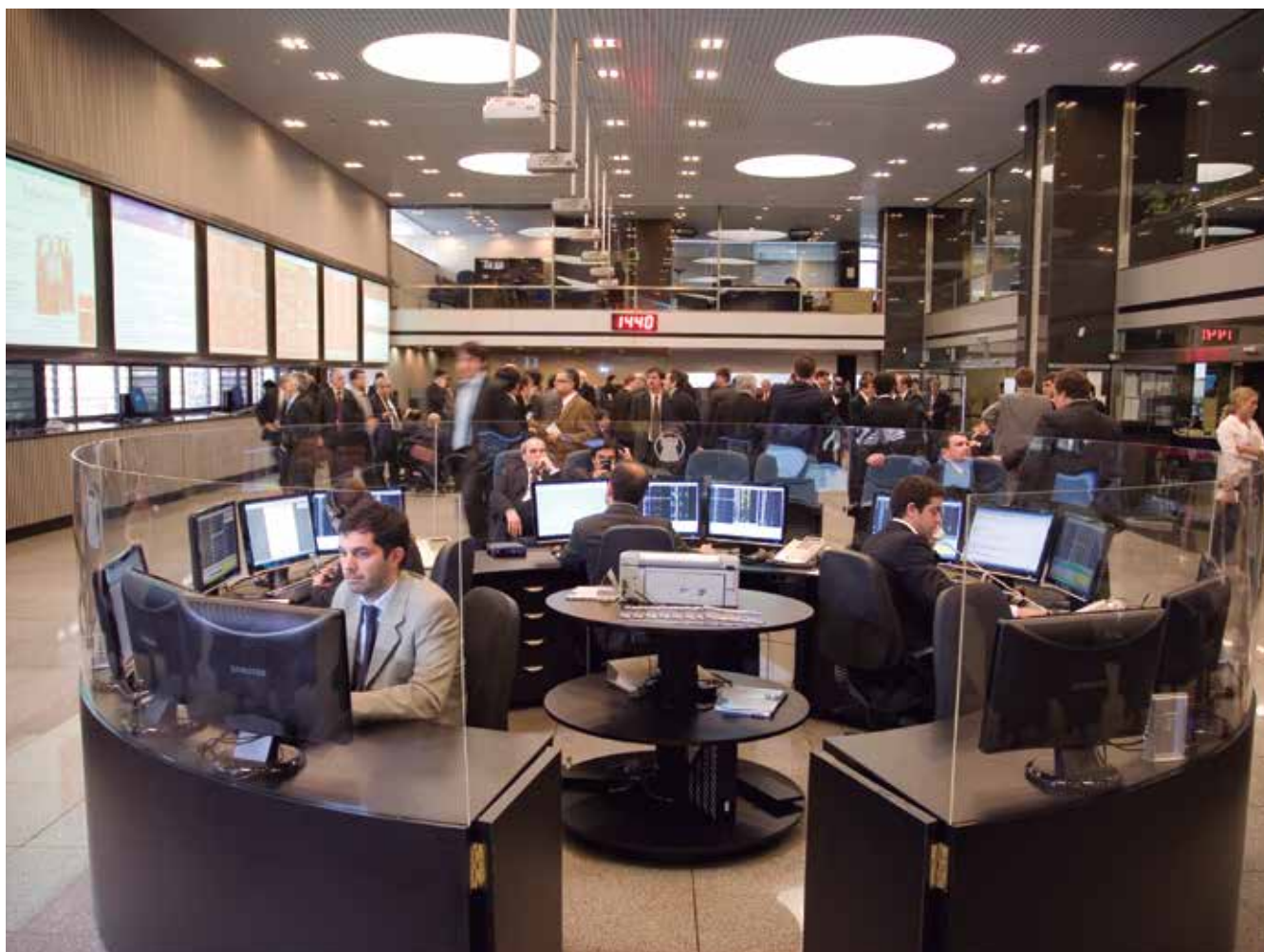
A partir de la década del '70, en EEUU se fue dando un fenómeno de creciente participación de especuladores en los mercados de futuros, lo que trajo aparejada la incorporación de entidades financieras internacionales al negocio, especialmente en el área de compensación y liquidación, donde paralelamente se asistía a una concentración de firmas cada vez mayor y de mayor envergadura.

Podemos decir, entonces, que se produjo una globalización de la operatoria que generaba un lento apartamiento de los intereses de los tradicionales operadores de piso y los de los grandes especuladores que se incorporaban. Éstos estaban vinculados principalmente a entidades bancarias, que a su vez tenían preferencia por plataformas electrónicas de negociación, de mucha mayor eficiencia en términos de costos y velocidad de ejecución, lo que agravaba el conflicto.

En 1998 se había creado en Europa el Eurex, resultante de la fusión entre DTB (Deutsche Terminbörse) y SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange). En febrero de 2004 se crea en Estados Unidos el Eurex US como bolsa electrónica, cuyo objetivo era el de competir con el CBOT en la negociación de bonos, por esos días el contrato más rentable que tenían.

Con lo descripto podemos imaginar la situación de tensión que existía en Chicago, a lo cual debemos agregarle que el principal competidor del CBOT, el Chicago Mercantile Exchange (CME), rápidamente procuró un acercamiento al Eurex US, ofreciéndole sus servicios de clearing para así quitarle a su colega la liquidez de su principal producto.

Los bancos con sede en Nueva York, que tenían fuerte influencia en la BOTCC, ante esa amenaza resolvieron a su vez ofrecer los servicios de compensación al Eurex US, entrando así en un





proceso de guerra de precios que redujo los derechos de bolsa en hasta veinte veces. Esta decisión fue interpretada por los integrantes del CBOT como una traición y dio lugar al inicio de una negociación con el CME que incluyó acuerdos de no competencia en los contratos que tenían listados y otras garantías adicionales, concluyendo en la contratación del CME como cámara compensadora y el consiguiente abandono de la BOTCC después de casi ochenta años de relación.

Si bien finalmente el Eurex US fracasó y hubo quienes sostuvieron que no habría sido necesaria la adopción de medidas tan drásticas, el desafío de competencia que planteaba el nuevo mercado había sido real. Como dijo el presidente del CBOT Charles Carey al Financial Times en 2005: “Ellos tenían tu plataforma, ellos tenían tus clientes y ellos tenían tu cámara compensadora, cómo podrías decir que no eran una amenaza”.

La clearing terminó perdiendo sus clientes y debió ser capitalizada ante la falta de ingresos. En 2007 sus propietarios eran sólo diecisiete firmas (Bank of America, Bear Sterns, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, MF Global, Morgan Stanley, UBS, Eurex, GFI Group, ICAP, Creditex y Markit). En 2008 fue vendida a la Intercontinental Exchange (ICE), convirtiéndose a garantizar el mercado de Credit Default Swaps (CDS) a partir de 2009, siendo actualmente líder en ese servicio.

El proceso de acercamiento entre CME y CBOT concluyó en 2007 con la adquisición, por un valor de 11.300 millones de dólares, del segundo por parte del primero, que había sido la

primera bolsa norteamericana en hacer oferta pública de sus acciones en 2002 y cuyo valor había aumentado un 450 % en tres años.

Es evidente que existen muchas similitudes entre nuestros mercados: nuestro origen granario, nuestra exitosa expansión hacia productos financieros, la utilización de una cámara compensadora independiente, el abandono de esquemas mutualizados y la creciente participación de especuladores.

El conocer la historia de nuestros colegas nos debe facilitar evitar en el futuro próximo las dificultades que debieron enfrentar ellos y a las que podríamos estar igualmente expuestos, con el agravante de contar seguramente con menores alternativas para atenuar pérdidas de valor patrimonial.

Frente a la obligatoriedad de hacer oferta pública de las acciones de Rofex antes de fin del corriente año, debemos urgentemente garantizar la alineación de objetivos entre Argentina Clearing y nuestro Mercado, dado que con esta nueva exigencia seguramente los accionistas dejarán de ser los mismos en las dos compañías.

Esto no implica renunciar a la autonomía que tiene nuestra cámara compensadora en la gestión de riesgos, que la ha posicionado al nivel de los más altos estándares internacionales, sino evitar el perjuicio que pudiera ocasionar un eventual conflicto de intereses entre accionistas distintos de una y otra sociedad.

Que el aprendizaje que nos ofrece la historia de Chicago nos sirva para enfrentar los cambios que el futuro nos plantea en Rosario.