

INTERCONEXIÓN, NUEVOS PRODUCTOS Y ACCESO DIRECTO AL MERCADO EN ARGENTINA

Ismael Caram *

INTERCONEXIÓN

Con la nueva ley de mercado de capitales (ley 26.831) sancionada y promulgada a fines de 2012 y reglamentada en septiembre de 2013, se impulsaron numerosas reformas a la estructura del mercado de capitales y derivados en Argentina. Entre las más importantes, el fin de la autorregulación de los mercados, la desmutualización de los mercados y obligatoriedad de contar con sistemas de negociación ciento por ciento electrónicos, la distinción entre distintas categorías de agentes según su función, la incorporación de directores independientes en los órganos de dirección de los mercados, la salida a bolsa (IPO) de los propios mercados, etc. Pero, sin dudas, la que más impactó hasta el momento en la microestructura del mercado fue la interconexión de los sistemas de negociación y liquidación de los mercados habilitados, proclamada en el artículo primero del texto de la ley.

La interconexión de sistemas de negociación y liquidación fue sólo un concepto en la nueva ley que los mercados, en conjunto, debieron diseñar, delinear y poner en funcionamiento. De hecho, solo se menciona dos

veces en el texto legal y unas pocas más en el texto de 700 páginas que la reglamentó. Según la propia Comisión Nacional de Valores (CNV), el espíritu de la ley era facilitar el acceso del público inversor a todos los productos del mercado desde una misma cuenta, agente o terminal de negociación. Esto se refleja también en el artículo primero de la ley.

La situación previa al nuevo marco normativo era la de un país con numerosos mercados de valores regionales con escaso o nulo volumen de negocios en las respectivas plazas locales. Adicionalmente, existían dos mercados de futuros y un mercado interbancario. Todo esto configuraba un mercado de capitales y derivados con liquidez altamente fragmentada, haciendo costoso y dificultoso (cuando no imposible, por otras barreras distintas a las tecnológicas) para los agentes ofrecer productos en forma integrada y consolidada a los clientes finales.

Sin embargo, la nueva ley no apuntó al cierre de esas plazas ni a la fusión entre ellas, sino que impuso la obligación de interconectarse unas con otras. Esto forzó a

* Subgerente General de ROFEX.



los mercados a especializarse para integrarse. Así, aun compitiendo en ciertos segmentos o productos, cada una de las instituciones existentes fue encontrando un nicho de negocios desde el cual plantear una integración con el resto de las plazas bursátiles.

La idea ya tenía antecedentes muy diversos como el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), la interconexión de varias bolsas de diversos países en Europa o bien la experiencia más cercana del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) entre las bolsas de Chile, Colombia, Perú y México. Sin embargo, en este caso, la ley no impuso ningún modelo en particular y los grupos de interés (*stakeholders*) tuvieron la oportunidad de contar con una hoja en blanco sobre la cual delinear el nuevo esquema requerido.

Así, luego de promulgada la nueva ley, hubo varios modelos en pugna, desde intentos de concentrar toda la operatoria de los distintos mercados en un único sistema de negociación, pasando por un modelo donde cada mercado debía interconectarse a un nodo central (*hub*), hasta el esquema de malla finalmente consensuado y adoptado, donde todos los mercados deben interconectarse con los demás desde sus propios sistemas.

En una primera etapa, que venció a fines de septiembre de 2013, todos los mercados debieron contar con la información de precios (*market data*) de los restantes mercados y difundirla gratuitamente y en tiempo real entre sus agentes miembros. En la siguiente etapa, a partir de marzo de 2014, todos los mercados debieron alistarse técnicamente para permitir el ruteo de ofertas a otros mercados, así como permitir la liquidación de los negocios ejecutados por sus agentes en los mercados de destino de sus órdenes.

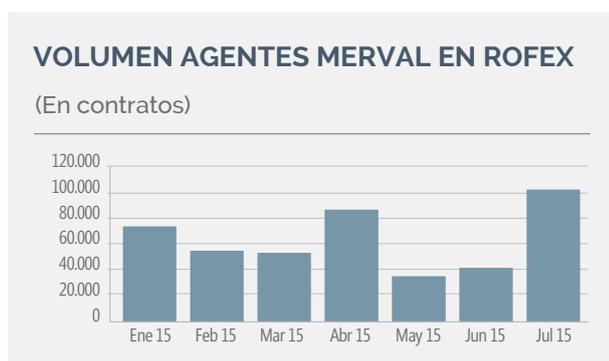
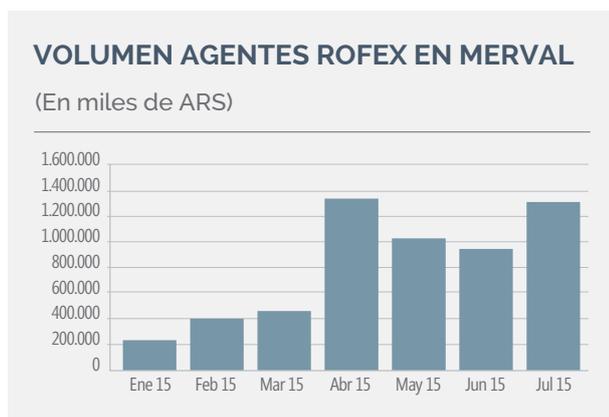
Todo este proceso requirió un intenso trabajo de los equipos técnicos de los mercados y la propia CNV, en continua coordinación y *feedback* con los intereses políticos y estratégicos de todos los interesados. El mismo se estructuró como un proyecto con diversas y diferentes etapas, como reuniones iniciales, análisis, desarrollo, pruebas, certificaciones/ homologaciones, presentaciones a Directorios y puesta en producción. Fue realmente un ejemplo de trabajo único entre el sector público y privado en el mercado de capitales, al punto que el caso "interconexión de mercados argentinos" se presentó, por su novedad y veloz desarrollo, de manera conjunta entre los mercados involucrados y la CNV en una conferencia de tecnología en agosto de 2014 en la ciudad de San Pablo, Brasil.

Este nuevo escenario, impulsado por la nueva regulación, habilitó a ROFEX la firma de un acuerdo de interconexión con el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) en abril de 2014. En dicho acuerdo, ambas instituciones se reconocen como mercados de productos complementarios y posibilitan el acceso de sus agentes miembros a la operatoria y liquidación de los productos del otro mercado en igualdad de condiciones, aun utilizando sus propias terminales de negociación y liquidando por intermedio de sus mercados respectivos.

Así, los agentes de Merval que solicitan interconectarse a ROFEX pueden operar todos los futuros y opciones allí listados y liquidar esas operaciones directamente con su mercado de origen (Merval), el cual luego liquida con Argentina Clearing - ACSA (la cámara compensadora de ROFEX).

Por su lado, los agentes ROFEX que solicitan interconectarse a Merval pueden operar todas las especies (acciones, títulos públicos y títulos privados) de plazo contado (contado inmediato, 24 y 72 horas), así como también tomar o colocar fondos en la plaza de cauciones bursátiles en dicho mercado, liquidando todas las operaciones contra ACSA, quien luego liquida las especies y los flujos de dinero contra Merval.

En la actualidad, existe un total de 38 agentes Merval interconectados a ROFEX y 15 agentes ROFEX interconectados a Merval, que operan diariamente con volúmenes considerables y crecientes. Puede verse la evolución de dicho volumen durante el año 2015 en el siguiente gráfico:



Adicionalmente al acuerdo con Merval, en el mes de febrero de 2015 se firmó un acuerdo de interconexión con el Mercado Argentino de Valores (MAV), por el cual los agentes ROFEX podrán operar cheques de pago diferido, letras de cambio, pagarés, certificados de plazo fijo, valores de renta variable de pymes, valores de renta fija municipales, provinciales, de pymes y fideicomisos (tanto por colocación primaria como secundaria, en caso de aplicar). La implementación de este acuerdo está sujeta a la ejecución de un acuerdo previo suscripto entre MAV y Merval, por el cual ambas plazas profundizan su especialización de productos.

Por otra parte, en el mes de junio se firmó un acuerdo de interconexión con el Mercado Abierto Electrónico (MAE), por el cual los agentes ROFEX pueden acceder a las colocaciones primarias de bonos, letras, obligaciones negociables, fideicomisos financieros, valores de deuda de corto plazo. Estas operaciones se liquidan todas contra ACSA en la misma cuenta donde actualmente se liquidan tanto los futuros como el resto de las operatorias por interconexión de otros mercados.

A la fecha, todavía restan implementar algunas operatorias y definir acuerdos de especialización e interconexión con el Mercado a Término de Buenos Aires (MATBA), así como trabajar en una agenda de mediano plazo con la CNV por varios temas que requieren revisión en sus Normas (plasmadas en un texto ordenado de más de 700 páginas y varios criterios interpretativos emitidos posteriormente).

PRIMERAS SINERGIAS DE LA INTERCONEXIÓN: NUEVOS PRODUCTOS

Estos acuerdos entre mercados también apuntan a generar sinergias y complementación en otras áreas de interés, como investigación y desarrollo, auditorías, tecnología de la información.

Así, en el primer trimestre de 2015 se diseñó un contrato de futuros sobre el Índice Merval y se presentó a la CNV para su aprobación, luego de la firma de un acuerdo de licenciamiento entre ROFEX y Merval que posibilita el uso de la marca.

El Índice Merval es el principal indicador del mercado accionario argentino; es un índice que pondera en función de la contratación efectiva, a diferencia de otros del ámbito local como el BURCAP, que lo hace a partir de la capitalización bursátil. Es decir, mide el valor en pesos de una canasta teórica de acciones de empresas listadas en el Mercado de Valores de Buenos Aires que acumulen el 80 por ciento del total negociado y que, además, se hayan operado en al menos el 80 por ciento de las ruedas totales del período bajo consideración.

Por lo tanto, el Índice Merval no tiene un número fijo de acciones, sino que su composición cambia cada tres meses,

cuando se procede a realizar el recálculo de la cartera teórica, sobre la base de la participación en el volumen negociado y la cantidad de operaciones de los últimos seis meses.

El Índice Merval, por ser el de referencia del mercado argentino, es la opción indicada como subyacente de un contrato de futuros y/u opciones sobre índice local, aunque en el futuro se podrían explorar otros futuros, como el del Índice Merval Argentina para reflejar únicamente el valor de empresas argentinas que cotizan en el mercado local.

Entre las principales ventajas que aporta la negociación de futuros de Índice Merval podemos mencionar las siguientes:

- Cobertura sobre una cartera de acciones argentinas.
- Posibilidad de posicionarse a la suba o a la baja, explotando el apalancamiento que permiten los contratos de futuros.
- Posibilidad de realizar arbitrajes entre el futuro de Índice Merval y el mercado de contado.
- Posibilidad de tomar exposición en forma rápida y eficiente a una cartera integrada por los principales papeles del mercado argentino.
- Diversificar riesgos. Operar sobre el mercado bursátil argentino, puede ser útil para operadores extranjeros que deseen diversificar sus carteras. Los países subdesarrollados suelen tener correlaciones más bajas con los

mercados desarrollados y de esta manera son más eficientes para disminuir el riesgo de una cartera.

En los contratos de futuros sobre Índice Merval, el subyacente es el mismo índice accionario, reflejando éstos el valor del índice más (aproximadamente) los costos de traslado de la cartera teórica a un momento futuro determinado. La forma de liquidación de los contratos es de tipo *cash settlement*, es decir, que se liquidan por diferencias en efectivo sin entrega de las acciones que lo componen.

En cuanto al tamaño del contrato, será el valor de un Índice Merval multiplicado por un peso argentino (ARS 1). De esta manera, se logra ajustar el tamaño a un nivel o rango similar al de otros contratos de futuros listados en ROFEX. A modo de ejemplo, a los precios actuales, los futuros de dólar tienen un tamaño de aproximadamente ARS 10.000 pesos (USD 1.000 x 10 ARS/USD), un futuro de oro en ARS 10.000, un futuro de bono entre los ARS 10.000 y los ARS 14.000; todos ellos en el rango de valor del índice Merval (ARS 11.800). Esto mantiene la premisa de un contrato pequeño que no restrinja el acceso al mercado a los operadores minoristas.

Acerca de los meses de negociación del contrato, se propone, al igual que la práctica común en los principales mercados, listar cuatro posiciones por año (ciclo marzo, junio, septiembre, diciembre). De esta forma, la liquidez se concentrará en cuatro vencimientos durante el año, los cuales además coinciden con el rebalanceo trimestral de la cartera previsto en la metodología de cálculo del índice.

REGLAMENTO CONTRATO DE FUTUROS SOBRE ÍNDICE Merval¹

| | |
|--|---|
| 1.1. Activo subyacente | Índice Merval |
| 1.2. Tamaño del contrato | Será igual a un (1) Índice Merval |
| 1.3. Moneda de negociación y Cotización | Cada contrato será denominado, cotizado, negociado, registrado, ajustado y compensado en \$. La cotización se realizará en pesos, con dos decimales, cada un (1) Índice Merval. La unidad de negociación será un (1) Contrato de Futuros. |
| 1.4. Meses de contrato | El contrato podrá ser negociado en cada uno de los meses del año, aunque inicialmente se listarán posiciones trimestrales, del ciclo iniciado en marzo. |
| 1.5. Fecha de vencimiento y Último día de negociación | Será el último día hábil del mes del contrato. |
| 1.6. Variación mínima de precio | La variación mínima de los precios del contrato será de 0,01 puntos de índice, equivalentes a \$ 0,01 (pesos, un centavo) por contrato. |
| 1.7. Variación máxima de precio | Se adoptará un sistema de límites de fluctuación de precios de hasta, como máximo, un valor equivalente al 100% de los márgenes exigidos por la Cámara Compensadora. Esta variación máxima no se aplicará los días primero y último de negociación de cada mes-contrato, o cuando el día anterior haya sido día no hábil de acuerdo al artículo 1.1.3 del Reglamento Interno de ROFEX. |
| 1.8. Forma de liquidación | No habrá entrega física del producto Índice Merval para los contratos que continuarán abiertos al final del último día de negociación. Estos se liquidarán entregando o recibiendo, según corresponda, dinero en efectivo en pesos que cubra la diferencia entre el precio original del contrato y el precio de ajuste final determinado por: <ul style="list-style-type: none"> - La media aritmética del Índice Merval durante la última hora de negociación, tomando un valor por minuto. Para el cálculo, se tomará como valor por minuto el valor publicado inmediatamente posterior al inicio de cada minuto. En el caso de que un minuto no tenga valores se tomará el valor inmediatamente anterior completando así 60 valores. Dentro de los 60 valores puede haber valores repetidos. - En la imposibilidad de establecer el precio de ajuste final, conforme al procedimiento consignado precedentemente, el Directorio podrá declarar una emergencia y determinar el precio de ajuste final correspondiente, de acuerdo a las facultades estatutarias y reglamentarias y a lo prescripto en el punto 3. Emergencia del presente Reglamento. |

2. Opciones

Adicionalmente, se podrán negociar opciones de compra y opciones de venta sobre Índice Merval. El tamaño del contrato de opciones será un contrato de futuros sobre Índice Merval y la prima cotizará igual a la del contrato del futuro subyacente. El vencimiento y último día de negociación será igual al del contrato de futuros subyacente. Los precios de ejercicio serán expresados en puntos de índice. La opción es americana, es decir, el titular del contrato de opciones podrá ejercerlo en cualquier día hábil hasta el último día de negociación, y para ello deberá comunicar fehacientemente a la Cámara Compensadora su voluntad en ese sentido. Finalmente, en ausencia de una instrucción en contrario entregada a la Cámara Compensadora antes de la finalización de su negociación, todo contrato de opciones con valor intrínseco será ejercido en forma automática.

1. Sujeto a aprobación de CNV

A nivel mundial, los derivados sobre acciones individuales y sobre índices accionarios son los que lideran la operatoria en los distintos mercados. Según el reporte anual de la *Futures Industry Association* (FIA por su sigla en inglés), durante el año 2014 se negociaron y/o registraron más de 21,8 mil millones de contratos derivados en 75 mercados y bolsas del mundo. De ese total, el 56,4% corresponde a futuros y opciones sobre acciones individuales e índices accionarios: cerca de 6,5 mil millones correspondieron a contratos de derivados sobre acciones individuales y 5,8 mil millones a contratos sobre índices accionarios, estos últimos creciendo un 8,3% en relación al año anterior.

vidual del comitente, lo cual facilita la operatoria de grandes clientes sin asumir riesgo crédito contra su agente.

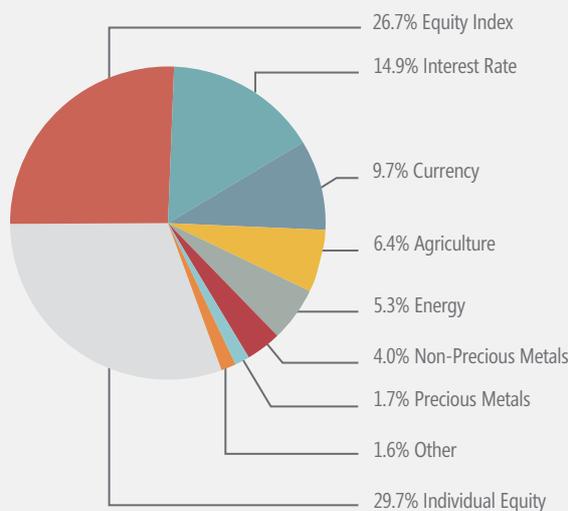
- Más y mejor distribución: producto también de la nueva ley de mercado de capitales, interconexión mediante con Merval, ROFEX ha incorporado más agentes y mayor especialización a su canal de distribución de productos. Esto asegura la llegada tanto a nuevos públicos como a públicos más específicos, como es el caso de los agentes de Merval y sus clientes del mundo accionario.
- Renovado apetito por la exposición a riesgo argentino: con la renovación que significa todo cambio de gobierno

GLOBAL FUTURES AND OPTIONS VOLUME BY CATEGORY

Based on the number of contracts traded and/or cleared at 75 exchanges worldwide

| CATEGORY | JAN-DEC 2013 | JAN-DEC 2014 | % CHANGE |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|
| Individual Equity | 6,390,404,778 | 6,493,177,097 | 1.6% |
| Equity Index | 5,381,657,190 | 5,827,913,937 | 8.3% |
| Interest | 3,330,904,991 | 3,268,154,625 | -1.9% |
| Currency | 2,496,423,691 | 2,119,023,131 | -15.1% |
| Agriculture | 1,209,776,849 | 1,400,153,550 | 15.7% |
| Energy | 1,315,276,356 | 1,160,317,682 | -11.8% |
| Non-Precious Metals | 646,349,077 | 872,601,162 | 35.0% |
| Precious Metals | 433,546,140 | 370,872,772 | -14.5% |
| Other | 347,412,764 | 355,224,591 | 2.2% |
| Total | 21,551,751,836 | 21,867,438,547 | 1.5% |

Note: Other includes contracts based on commodity indices, credit, fertilizer, housing, inflation, lumber, plastics and weather.



A este auspicioso antecedente, en cuanto a aceptación y penetración del producto internacionalmente, se le suma el alineamiento de varios condicionantes claves a nivel local para el éxito del nuevo producto:

- Nueva regulación: con la nueva ley se adecuan las estructuras del mercado de capitales argentino, se distingue entre agentes cuya función principal es la ejecución de negocios y aquellos que se enfocan en la liquidación y compensación de las operaciones. Además, se permiten nuevas estructuras de liquidación, como el caso de la Cuenta Especial de Liquidación (CEL) de ACSA, que permite la segregación jurídica de las garantías a nivel indi-

a nivel nacional, ya se percibe un renovado interés por los activos argentinos por parte de inversores de cartera no residentes. En este sentido, un futuro de Índice Merval, sin entrega física y con apalancamiento (*leverage*), es un producto ideal para tomar exposición al mercado accionario de Argentina de forma económica.

- Acceso Directo al Mercado o DMA (por su sigla en inglés): disponible en ROFEX desde el año 2010, el DMA consiste en un modelo de acceso al mercado o bolsa en el cual los agentes intermediarios (*brokers*) ofrecen a sus clientes la posibilidad de visualizar en tiempo real el libro de órdenes del mercado así como de enviar órdenes

a dicho mercado en forma directa, previo a un control de riesgo *pre-trade* (antes de operar) de las mismas.

En Argentina, ROFEX fue quien impulsó ante la CNV la regulación y reglamentación de esta tecnología en el año 2009. Hasta el año 2014 su adopción no había sido tan masiva por parte de los clientes finales. Con la nueva ley de mercado, esta tecnología fue adoptada muy rápida e intensivamente por varias empresas (otrora agentes del mercado) y ex operadores individuales que, ante los cambios introducidos, decidieron dejar de ser miembros del mercado y comenzar a operar como comitentes finales de otros agentes.

| | Ene-Jun 14 | Jul-Dic 14 | Ene-Jun 15 |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|
| Total operado en ROFEX (en contratos) | 68.895.894 | 60.687.570 | 64.493.978 |
| Total operado vía DMA | 1.085.158 | 7.231.276 | 7.689.749 |
| Porcentaje DMA/Total | 1,58% | 11,92% | 11,92% |

NUEVA PLATAFORMA DE DMA

Ante este nuevo escenario de interconexión y nuevos productos descripto hasta aquí, ROFEX relanzó en junio de 2015 su plataforma de servicios de DMA mejorando su tecnología; pero, más importante aún, incorporando el soporte de todos los productos disponibles por interconexión. Esto es un hito clave en la estrategia de convertirse en un punto único (*one stop shop*) del mercado de capitales argentino.

Esta nueva plataforma, provista por Primary (la empresa de tecnología de ROFEX), consta de múltiples componentes:

a) Un Sistema de Administración de Órdenes u OMS (por su sigla en inglés) que permite la administración automática de las ofertas ingresadas por los clientes habilitados a operar por DMA. El OMS es el punto de verificación de riesgo de todas las órdenes ingresadas por los clientes fi-

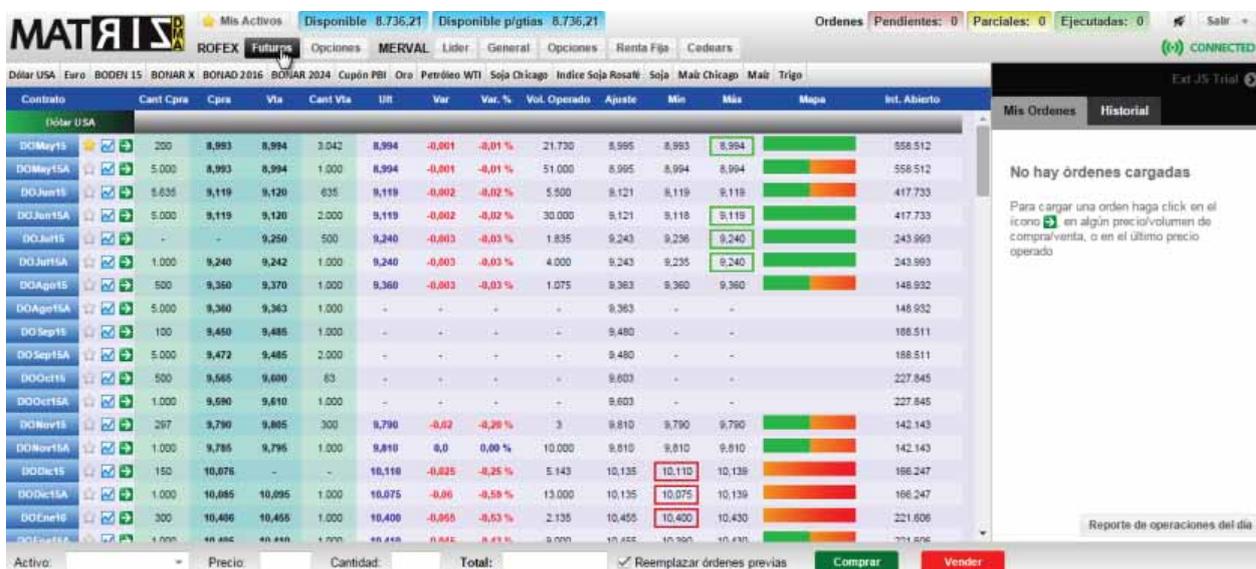
nales de forma automática. Esto se hace posible a través de la importación diaria de los saldos líquidos de cuenta corriente y de las carteras de los clientes, lo cual permite la administración del riesgo derivado del ingreso de nuevas ofertas a nivel *pre-trade*, dado que el sistema verifica orden por orden antes de ser ingresadas al libro central del mercado para su calce o macheo. Este proceso es ultra veloz, en línea y realmente imperceptible para el cliente final, lo cual asegura que no genere ninguna demora extra.

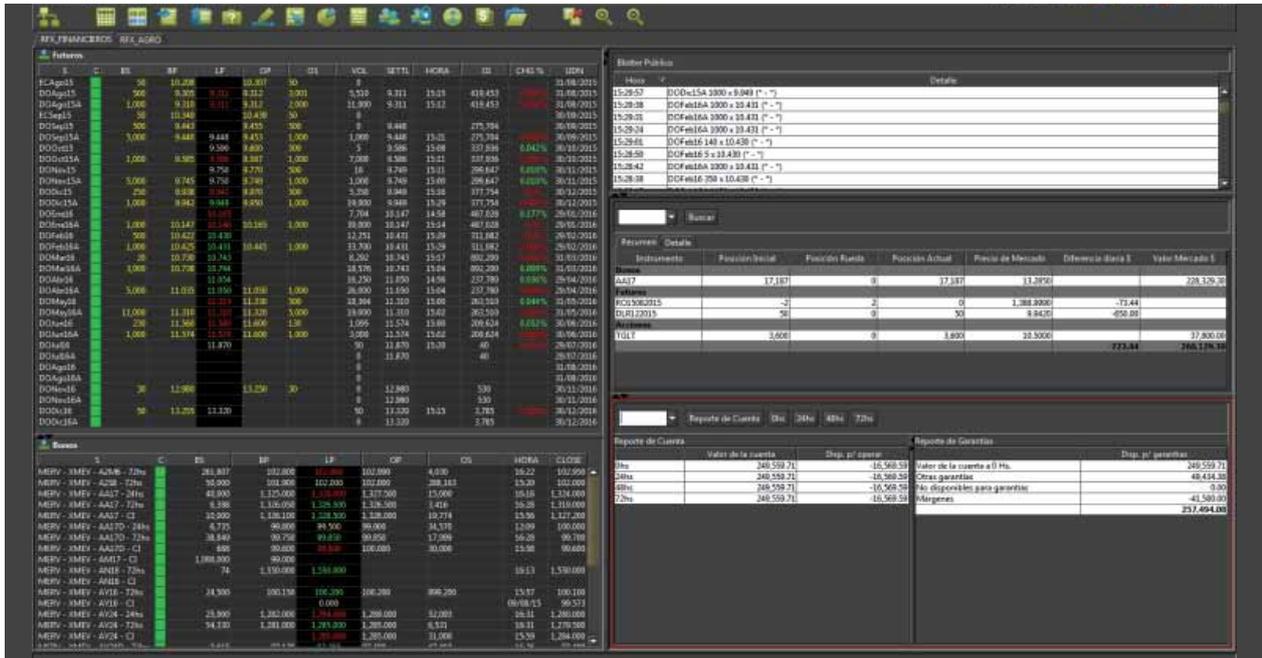
Adicionalmente, la plataforma provee a los agentes de un tablero de control de todas sus cuentas, el cual les permite monitorear la actividad y el saldo de cada una, así como la posibilidad de "congelar" la operatoria del cliente en cualquier momento si así lo creyera necesario. Estas dos funcionalidades descriptas son requisitos esenciales e indispensables para ofrecer un verdadero y seguro acceso directo al mercado.

b) Terminales de negociación o *Front-ends*, que son las puertas de ingreso de las ofertas de los clientes finales. Actualmente, el sistema cuenta con dos tipos de terminales:

- Una terminal profesional (denominada e-trader Lite) para clientes calificados (institucionales, corporativos o grandes operadores de cartera propia) y *heavy users*, desde la cual se pueden operar ágilmente todos los productos disponibles. La misma cuenta con distintas vistas que le permiten al cliente final, entre otras cosas, ver la profundidad completa del libro de ofertas, el estado de todas las órdenes ingresadas, así como también la posición y los saldos de cuenta llevados a nivel OMS de su agente.

Una característica a destacar de esta terminal es la conexión bidireccional con planillas de cálculo Excel, que da enorme flexibilidad para realizar cálculos en base a las cotizaciones online del mercado (por ejemplo, alarmas de precio), así como para la generación de órdenes desde la propia planilla de cálculo (*algorithmic trading*).





• Una terminal con tecnología web (denominada Matriz) para personas físicas, que se destaca por su usabilidad y amigabilidad, sin por ello resignar velocidad y funcionalidades. Un punto a destacar es que dispone de información estadística intradiaria e histórica para cada una de las especies y contratos de futuros listados, con herramientas básicas de análisis técnico, así como el cálculo de letras griegas para las opciones. También dispone de la posibilidad de *trackear* una cartera de activos personalizable y, como la terminal profesional, cuenta con la posibilidad de chequear la posición y los saldos de cuenta llevados a nivel OMS de su Agente.

En el futuro cercano, esta terminal también soportará la suscripción y rescate de cuotapartes del próximo a lanzar supermercado de Fondos Comunes de Inversión de ROFEX.

Cabe destacar que esta terminal es desarrollada y provista por una de las empresas incubadas por Primary Ventures, la aceleradora de start ups de ROFEX para negocios vinculados con su ecosistema.

Al utilizar una interfaz o API (*Application Program Interface*) abierta, el sistema admite que nuevos terminales o tecnologías se vayan homologando y prestando servicio en el futuro. Por ejemplo, terminales de proveedores globales de información como Bloomberg o ThomsonReuters para el segmento profesional, o bien una aplicación móvil desde donde se pueda ingresar ofertas al mercado por parte de las personas físicas (*retail* o no profesionales).

c) Sistema de Gestión o *Back Office* del Agente, el cual es el encargado de proveer diariamente y de forma automática, tanto al inicio de la rueda como durante la misma, todas las novedades al OMS con respecto a los saldos de cuenta corriente y portfolio de los clientes (extracción o retiro de fondos, depósito de nuevos fondos, transferencia de especies, nuevos contratos de futuros, etc).

Adicionalmente, una ventaja común a todas estas aplicaciones mencionadas es que se pueden acceder con un mismo nombre de usuario y contraseña como los provistos por servicios de autenticación bien conocidos, como Google, Facebook o LinkedIn. Esto permite llevar adelante una estrategia de autenticación única (*single sign on*) entre todas las plataformas del agente.

Así, hoy los agentes ROFEX cuentan con una plataforma potente de DMA, totalmente integrada con su sistema de gestión, desde la cual ofrecer a sus clientes finales la posibilidad de operar en forma directa (sin intermediación manual) tanto futuros listados en ROFEX como productos disponibles por interconexión, con un logueo o autenticación unificada y con capacidad de *trading* algorítmico.

Todas estas novedades habilitan operatorias casi imposibles en el pasado, tanto por la variedad de productos como por la velocidad y facilidad de ejecución. A modo de ejemplo, la existencia de productos de contado y futuro en una única pantalla permite materializar eficiencias derivadas de la realización de diversos arbitrajes (como el *cash&carry* de bonos o acciones), así como de la utilización de especies operadas en el día como márgenes de garantía para la operatoria de futuros.

Sin lugar a dudas, estamos en un punto de inflexión en la industria. A mediano plazo, veremos un crecimiento mucho más intenso del canal de acceso DMA, contribuyendo a la difusión y a la incorporación de nuevos inversores y, con ello, al crecimiento de los volúmenes operados y los niveles de liquidez, ubicando a la Argentina en un nivel de desarrollo de su mercado de capitales más acorde al desarrollo de su economía ■