

# ASPECTOS JURÍDICO-ECONÓMICOS de los DERIVADOS FINANCIEROS – IMPOSTERGABLES MODIFICACIONES al REGIMEN FALECIAL ARGENTINO en TORNO a su PROCEDENCIA

por Federico Juan Manuel Mangold Moro

## 1 – Introducción.

Actualmente, muchas empresas están experimentando cambios; cambios que requieren grandes inversiones; inversiones que conllevan riesgos sustanciales.

El gobierno y la utilización del riesgo se ha constituido entonces en una variable de trascendental importancia para la permanencia empresaria en los tiempos que corren.

Con ello, los contratos con instrumentos derivados financieros -o no<sup>1</sup>- han cobrado una popularidad de crecimiento exponencial, siendo pobremente acompañado ese desarrollo por el derecho en su conjunto. Los escollos que debe vencer el progreso contra la codificación y su falta de elasticidad, resultan –en la mayorías de los supuestos- poco estimulantes.

La ciencia jurídica debe adecuarse a las necesidades de su época, dotando a la comunidad de un sustrato normativo que posibilite la plena utilización –dentro del derecho positivo- de los institutos que esta le reclama, de manera previa. El derecho viene a la zaga de los hechos.-

“La moderna vida de la economía muestra realidades empresarias que se apartan de concepciones formales clásicas, para, desde su ángulo, presionar al derecho a nuevas formulaciones y, también, a la revisión de instituciones tradicionales.” expresaba Alegria haya por 1978, en ocasión de publicarse los Estudios en Homenaje a Isaac Halperin<sup>2</sup>. Advertimos hoy la revolucionaria vigencia de cuanto refería Alegria, particularmente en lo concerniente a los aspectos jurídico-economicos de los contratos con instrumentos financieros<sup>3</sup> derivados; entendidos estos -genérica y apriorísticamente- como **un contrato bilateral o acuerdo de pago y cambio cuyo valor depende o deriva del valor de un activo subyacente, tasa de referencia o índice que le sirve de base<sup>4</sup>.**

Pretendemos con este trabajo aproximarnos a las cuestiones trascendentales que plantean los derivados financieros para la ciencia jurídica, sin dejar de lado la obligada referencia histórica, su aplicación económica, y los interrogantes que merece su utilización -entre otras- en las áreas financiera, contable y tributaria.

## 2 - Antecedentes históricos.

Por muchos autores incorrectamente identificados como *modernos instrumentos financieros*, ciertos derivados tienen en su haber varios siglos de provechoso empleo.

---

<sup>1</sup> Por caso, véase el tratamiento de las opciones reales de AMRAM, Marta y KULITILAKA, Nalin; en *“Real Options. Managin strategic investiment in an uncertain word”*; Harvard Business School Press; Boston; Massachusetts; 1999.

<sup>2</sup> ALEGRIA, Hector, *Algunas reflexiones sobre los conceptos de sociedad controlante, sociedad controlada y situación de control*, en *Estudios en Homenaje a ISAAC HALPERIN*, Ediciones Depalma, Buenos Aires, 1978, pag. 301.

<sup>3</sup> Por lo expuesto en nota 1, la mención de financieros o no financieros respecto de los contratos con derivados que se lleve a cabo a través del presente trabajo, resulta indiferente a los fines del mismo.

<sup>4</sup> Tomamos la definición adoptada por el estudio del G30 en 1993: *“In general terms, a derivative transaction is a bilateral contract or payment exchange agreement whose value depends on -derives from-- the value of an underlying asset, reference rate or index”*. Concepto reproducido por el *Memorandum to EMTA (Emerging Markets Traders Association) in 1997 FX and Currency Option Definitions*, September 2, 1997. (Traducción del autor).

## 2.1. Contrato “a plazo” o “Forward”.

“Los mercados de Futuros no son un fenómeno reciente. En la antigüedad ya se operaba en China, Egipto, Arabia e India, en mercados con muchas características de los actuales mercados de Futuros. Por lo demás, [...] en la antigua Grecia y en Roma existían mercados con prácticas formalizadas entre ellas: la fijación del momento y del lugar para negociar en un mercado central. En la plenitud del Imperio Romano existían centros de contratación, denominados “fora vendalia” o “mercados de ventas” que servían como centros de distribución de mercancías compradas por Roma en los territorios de su imperio. El foro romano fue inicialmente un centro de contratación que tenía su equivalente en el Ágora ateniense, utilizado como mercado comercial<sup>5</sup>. Con posterioridad, en los siglos XI y XII, el establecimiento de monarquías feudales europeas sentaría las bases para el desarrollo de los modernos Estados europeos, propiciándose así un renacer comercial que tendrá sus dos reflejos más significativos, en primer lugar en las ciudades del norte de Italia [Venecia, Florencia, Génova, Pisa y Milán] y, en segundo término, en los territorios de Flandes [actuales Estados de Bélgica y Holanda]. “Serían estos comerciantes italianos y flamencos los que, incentivados por los Condes de la Champaña, acabarían intercambiando sus mercancías en ferias organizadas al efecto en los territorios de la Champaña, ferias cuya constancia data del año 1114. Fue en estas ferias donde probablemente tuvo lugar la constatación por primera vez de contratos de futuro en Europa.”<sup>6</sup>

<sup>5</sup> COSTA RAN, Luis, FONT VILALTA, Montse, *Futuros y opciones en materias primas agrarias*, Barcelona, Fundación Caja de Pensiones, 1991, pag. 19, ídem, en *Commodities. Mercados Financieros sobre materia primas*, Madrid, 1993, pag. 18.

<sup>6</sup> Sobre el desarrollo de las ferias y mercados en la Europa Medieval, véase el conjunto de estudios recopilados por DESPLAT, Cristian; *Foires et Marches dans les Champagnes de l'Europe médiévale et moderne*; Toulouse; 1996. Interesante aporte brinda SANZ CABALLERO, Juan Ignacio; *Derivados Financieros*; Marcial Pons, Barcelona, 2000; pag. 329 y ss.; quien abunda: “Una vez organizadas y desarrolladas, estas ferias se constituyeron en el centro del intercambio internacional en Europa y dieron acogida no solo a los comerciantes italianos y flamencos, sino también escandinavos, ingleses e, incluso, rusos. Para ello, los Condes de la Champaña ponían a disposición de los mercaderes que acudían a las ferias auténticos servicios de seguridad, cambio de moneda y almacenamiento de mercancías y enseres. El éxito obtenido hizo que, de ser celebradas con periodicidad anual y rotativamente sobre diferentes tipos de productos [v. gr. , materias primas agrícolas, manufacturas...] llegaran con el tiempo a especializarse en determinadas categorías de productos . Por otra parte, debido al hecho de que, por causas de las dificultades de transporte de las mercancías hasta el lugar de celebración de las ferias, estas aun no se encontraban físicamente disponibles en la fecha y lugar de su celebración, es por lo que con carácter general se instituyó como práctica habitual que el pago y liquidación de transacciones realizadas durante las mismas tuviera lugar en los últimos días de su celebración, dando lugar por ello a operaciones a corto plazo, pero a plazo indudable. La práctica habitual en este tipo de feria medieval consistía en la transacción al contado y con la entrega de la mercancía dentro de su periodo de celebración, si bien pronto surgieron nuevas prácticas comerciales con la finalidad de dar solución a las necesidades planteadas en la práctica del comercio, de entre la que nos interesa sobremanera la consistente en la utilización entre mercaderes de un documento, denominado “*lettre de faire*”, con funciones de contrato de futuro. Efectivamente, en virtud de las citadas “*lettres de faire*” se disponía el diferimiento de la entrega de la mercancía hasta una fecha futura, circunstancia esta que favoreció que estos documentos adquirieran con prontitud la consideración de documentos negociables, que podían, por tanto, ser objeto de endoso sucesivo hasta el momento de su presentación en el almacén donde se encontraban situadas las mercancías a cuya entrega tenía derecho el tenedor del documento. Por otra parte, téngase en cuenta también que, debido a las dificultades generadas por el transporte de las mercaderías, los mercaderes preferían traer a las ferias una muestra de sus productos, y las “*lettres de faire*” les facilitaban de este modo el comercio en caso de que comprador y vendedor consintieran sobre el precio y calidad de las mercancías”.

A las ferias de La Champana le seguirían en el tiempo las de Brujas, Amberes y Amsterdam, entre otras, y en Inglaterra se organizarían encuentros anuales de mercaderes [*meeting places*] donde las materias primas y los productos manufacturados serían el objeto primordial de la contratación. Será en el ámbito de estos encuentros de mercaderes -conocidos como *exchanges* y entre cuyas primeras manifestaciones se encuentra la *Royal Exchange* londinense del año 1570- donde se comenzarían a establecerse los criterios para una negociación organizada y a plazo de las mercancías -más allá del mero deseo de los contratantes de protección ante una volatilidad de precios- todo ello en el marco de un mercado organizado y reglamentado con características cada vez más semejantes a los actuales mercados de futuros. De esta forma, en los inicios de la Edad Moderna podemos encontrar estructuras de mercados organizados muy próximas a las actuales. Prueba de ello es lo ocurrido a fines del siglo XVI en el Mercado de Granos de Estambul, donde el gran desafío planteado a las autoridades otomanas estaba constituido por la necesidad de garantizar el suministro del producto al mercado de Estambul a bajo precio, para lo cual se establecieron con periodicidad anual suministros de granos desde Moldavia y Wallachia por cantidades predeterminadas y a precios fijados de antemano. Pero quizá el ejemplo más difundido a nivel internacional de las similitudes existentes entre estos mercados agrícolas de inicios de la Edad Moderna y los actuales mercados organizados de futuros es el mercado sobre el arroz organizado en la ciudad japonesa de Osaka en el año 1730, mercado conocido como el *Dojima Rice Market* o *cho-ai-mai* [en inglés *rice trade on book*, que podríamos traducir como “comercio de arroz mediante libros o registros”], organizado durante el Shogunato Tokugawa, y cuyos rasgos característicos eran muy similares a los que actualmente distinguen a los mercados organizados de derivados financieros, hasta el punto de que solo se contrataban futuros sobre arroz y no contratos al contado,

## 2.2. Contrato de opción.

Que las opciones no constituyen una realidad comercial novedosa lo demuestra el hecho que ya eran conocidas en la antigua Grecia. La referencia más lejana a esta modalidad de derivados financieros la encontramos hace 2400 años en *La Política* de Aristóteles<sup>7</sup>, donde se narra una anécdota sobre el presocrático Tales de Mileto que supone un claro ejemplo de utilización de opción. Cuenta Aristóteles que los discípulos de Tales de Mileto, a la vista de la pobreza en que vivía su maestro, le reprochaban que la filosofía era inútil. Ante esta crítica y para demostrarles que la riqueza estaba en el conocimiento<sup>8</sup>, Tales -tras constatar a través del estudio de los astros que la próxima iba a ser una gran cosecha de aceitunas- se procuró un pequeño capital cuando aun era invierno y depositó fianzas por todas las presas de aceite existentes en la región de Mileto y Quíos, alquilándolas a muy bajo precio porque nadie licitaba en aquel momento contra él. Posteriormente cuando llegó el momento de la cosecha y al constatarse efectivamente las previsiones de Tales de Mileto sobre lo extraordinario de la misma, fueron muchos quienes simultáneamente se vieron en la necesidad de disponer de las presas arrendadas por nuestro filósofo, quien entonces las pudo alquilar al precio que quiso, circunstancia que le permitió reunir una considerable cantidad de dinero, demostrando así a sus discípulos que es fácil a los filósofos enriquecerse, si quieren, pero no son las riquezas materiales lo que le interesaban. Ahora que Tales era rico había dado cumplida respuesta al desafío, con el nacimiento de las opciones *over the counter*<sup>9</sup>

## 2.3. Contrato de permuta financiera o “SWAP”.

Este resultado quizá el instituto que podría recibir la categorización de *moderno instrumento financiero* -con relación a sus predecesores- sin que se lo juzgue de erróneo. Al igual que Alegria<sup>10</sup>, se expresa Sanz Caballero con relación a Giron Tena<sup>11</sup> en la fundamentación histórica de los orígenes del

duración predeterminada y estandarizada para todos los contratos celebrados sin posibilidad de prórroga, liquidación mediante lo que ahora denominamos cámara de compensación ya ante la cual los mercaderes constituían garantías para operar. Para interesados en el tema, véase: [i] BLANK, Steven C., CARTER Colin A., SCHMIESING Brian H., *Futures and Options Markets, Trading in Financials and Commodities*, Prentice Hall, N.Y. [ii] INALCIK, Halil y QUATAERT, Donald, *An Economic and Social History of the Ottoman Empire, 1300-1914*, Cambridge, 1994 [iii] TEWELES Richard J. y JONES, Frank J. *The Futures Game*, 2ª ed., Mc. Graw-Hill, 1987.

<sup>7</sup> ARISTOTELES; *La Política*; Biblioteca Clásica Gredos, Madrid, 1994, pag. 1259 y ss.

<sup>8</sup> Paradójicamente, ya se verifican entonces los postulados científicos que recorrieran el mundo en la década de los ochenta de la mano de TOFLER –Aldwin- con su *Tercera Ola, El Shock del Futuro*; etc. Ediciones Plaza Janes, Barcelona.

<sup>9</sup> El estudio de los antecedentes y la evolución histórica de la opción choca con un inconveniente derivado de la naturaleza jurídico-privada de esta realidad contractual. Efectivamente, a diferencia de lo que ocurre con las opciones negociadas en mercados organizados, cuyo origen y desarrollo en el tiempo se beneficia con una referencia cronológica exacta como es la fecha de constitución del mercado organizado en el que tales contratos son objeto de transacción, cuando nos referimos a las opciones *over the counter* [“OTC”] negociadas en el ámbito jurídico-privado y al margen de cualquier referencia institucional en cuanto a la normativa y régimen aplicable a las mismas, nos es difícil encontrar el origen histórico de la institución entendiendo como tal la determinación en la historia de la primera opción financiera, de forma parecida a quien aborda el estudio de cualquier otra figura contractual [¿cual fue la primera compraventa de la historia de la humanidad?, ¿la primera comisión?, ¿el primer contrato de crédito?...]. De aquí la relevancia que tiene la anécdota sobre Tales de Mileto contenida en la obra de Aristóteles; como acertadamente señala SANZ CABALLERO, Juan Ignacio, op. cit. pag. 388, nota 3. En similar sentido: MACHI, Julio A.; *Operaciones de Futuro*, en *La Inversión Bursátil*, Editorial Tesis – Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, pag. 16 y ss.

<sup>10</sup> Véase nota 2.

<sup>11</sup> “Como decía Giron Tena, el derecho mercantil se nos presenta prestando a la economía, en sus sectores de producción y distribución, lo que el Derecho puede dar a aquella: esto es, las formas jurídico-institucionales y estructurales, la seguridad jurídica y los preceptos de justicia especiales que ese sector económico-social requiere y pide. Pues bien la aparición de los contratos de SWAP hay que buscarla precisamente en la función del Derecho al servicio de la Economía que destacaba Giron Tena, y más concretamente en la exigencia de encontrar una respuesta jurídico-mercantil a la necesidad de certidumbre sentida por quienes se encuentran expuestos al riesgo dimanante de las libres oscilaciones en el mercado de los tipos de interés y los tipos de cambio y, por extensión, al riesgo del precio de mercado de otros instrumentos financieros [v.g. valores, mercancías e índices], oscilaciones que fueron especialmente relevantes en el entorno económico internacional a partir de la década de los años setenta, como consecuencia de las crisis monetaria y energética acaecidas durante el año 1973, determinantes en buena parte de la descomposición del sistema monetario internacional imperante hasta la fecha, sistema que fue inaugurado en Bretton Woods en el año 1944 con el nacimiento del Fondo Monetario Internacional, organismo constituido con la finalidad de contribuir al a superación

contrato de permuta financiera o swap<sup>12</sup>. A la incertidumbre reinante en el contexto internacional -referida en nota 11- especialmente en el ámbito de los euromercados, comienzan a generarse alternativas y mecanismos protectores frente a las fluctuaciones, particularmente de los tipos de interés y de los tipos de cambio. A este respecto, uno de los primeros mecanismos contractuales utilizados con esta finalidad fue precisamente la inclusión en los contratos de préstamo y crédito de las denominadas *cláusulas multidivisas* en virtud de las cuales el prestatario o acreditado venía facultado, en la forma y plazos previstos en el contrato pero siempre coincidiendo con la finalización de un periodo de interés, a llevar a cabo una novación modificativa de la obligación, todo ello mediante la sustitución de la moneda en que hasta ese momento se denominaba la relación obligatoria. Pese a ser el antecedente remoto de los swaps, enseña Sanz Caballero las limitaciones de las *cláusulas multidivisas*<sup>13</sup>. señalando que “... antes de llegar a la situación actual caracterizada por la utilización de los contratos de permuta financiera como instrumentos de aislamiento, gestión y transmisión de riesgo a terceros, lo cierto es que los contratos de swap [...] constituyeron figuras contractuales utilizadas con otras finalidades, tales como la efusión de las restricciones legales vigentes<sup>14</sup> en materia de control de cambios, particularmente en el ámbito geográfico del Reino Unido a finales de la década de los años setenta.”<sup>15</sup> Con ello, situamos el

---

de las rigideces de un sistema monetario basado en las paridades fijas de las monedas integradas en el mismo, abriendo paso así a una era de flotación monetaria y una fluctuación elevada de las tasas de interés, proceso que seguiría en la década de los años ochenta la conocida como la crisis de la deuda pública internacional.” conf. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio; op. cit.; pag. 463 y ss.

<sup>12</sup> Que por razones metodológicas referiremos indistintamente a lo largo de este trabajo.

<sup>13</sup> “En todo caso, resulta interesante poner de manifiesto que, al igual que ocurre con los derivados financieros, en el caso de la cláusula multidivisa nos encontramos con un instrumento que permite una gestión de los riesgos de tipo de cambio y tipo de interés dimanantes del contrato al que se encuentran incorporados. **Pero se trata de una gestión limitada del riesgo, que tiene mas que ver con la reducción del coste de financiación de la operación de activo en que se integran, que con el aislamiento y transferencia a terceros de un riesgo determinado, funciones estas que si se desempeñan en su plenitud mediante los derivados financieros**” (la negrita es nuestra). SANZ CABALLERO, Juan Ignacio, op. cit., pag. 464 y ss.

<sup>14</sup> En similar sentido, hemos sostenido anteriormente que “...en general, el fundamento de las innovaciones financieras sigue dos puntos de vista opuestos. Una posible interpretación es que la innovación es una respuesta a los cambios que se observan en el **esquema fiscal y en la regulación**. Por ejemplo, los Bonos Cupón Cero fueron creados para obtener ventajas de las diferencias en las tasas impositivas y, las compras apalancadas (“LBO’s”) encontraron auge porque su estructura “... tenía que ver con la posibilidad de deducir pagos por intereses en la no integrada ley de impuesto de sociedades de Estados Unidos, dado que la clave de las propuestas (de compra) estaba en los impuestos y en ganar millones de dólares desde complicados núcleos de presunciones fiscales aplicables a reestructuraciones.”. En el mismo orden de ideas, la regulación también puede ser una fuerza poderosa para la creatividad. Por ejemplo, los orígenes de los Swaps se remontan a los préstamos paralelos, que fueron creados en respuesta a las restricciones impuestas por el gobierno británico al financiamiento en dólares de las empresas inglesas. Los préstamos paralelos brindaron a las empresas los medios para incrementar su financiamiento en el extranjero a pesar de los controles internos. **De lo cual se sigue que los derivados son, básicamente, herramientas para eludir la regulación.**” (con abundante cita y bibliografía), véase MANGOLD MORO; Federico Juan Manuel, *El porque de este crecimiento*, en *La protección de los terceros en las sociedades y los concursos*, Ed. Ad. Hoc; Buenos Aires, 2000, pag. 403 y ss.

<sup>15</sup> Por todos: SANZ CABALLERO, Juan Ignacio, op. cit. pag. 465/67 quien abunda: “Efectivamente desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial -hay quienes retrotraen difusamente los efectos allá por la década del treinta, alegando inflación de entreguerras y las prohibiciones de exportación de oro, véase ROSSELL Y PIEDRAFITA, Claudi, pag. 21- las compañías multinacionales se vieron en la necesidad de encontrar formulas de financiación de sus filiales a terceros países. De esta forma, en aquellas situaciones donde las restricciones de control de cambios o, simplemente, la financiación en una moneda determinada era de difícil obtención, fue habitual la financiación por las sociedades multinacionales de sus compañías en el extranjero mediante la intermediación de entidades de crédito que recibían fondos de la matriz en forma de depósito bancario, denominado en una moneda determinada, y aplicaban dichos fondos, redenominados ahora a la moneda deseada, a la financiación de la filial mediante la concesión de un préstamo. Esta formula conocida como “currency collateralized loan” tenía el inconveniente del coste derivado de la intermediación de la entidad crediticia, que era precisamente quien asumía el riesgo de tipo de cambio de la transacción, a la vez que ponía a esta en una situación de enorme desventaja desde un punto de vista legal y crediticio en el supuesto de incumplimiento por la filial de su obligación de reembolso de los fondos recibidos en concepto de préstamo, si bien en este ultimo caso la cobertura legal del intermediario crediticio tenía lugar mediante el establecimiento de una condición a su obligación de restitución de los fondos depositados, consistente precisamente en el completo cumplimiento por la sociedad filial de sus obligaciones ante la entidad de crédito [...] estas estructuras de financiación evolucionarían en una fase posterior hacia los denominados préstamos paralelos o “parallel loans”, la causa de cuya aparición hay que buscarla precisamente en la voluntad de superación de los inconvenientes de los “currency collateralized loans” que les sirvieron de antecedente. Si anteriormente era la entidad de crédito la que a través de su intermediación llevaba a cabo una labor de transformación entre el depósito recibido de la sociedad matriz y el préstamo a través del cual se instrumentaba la financiación a la sociedad filial, las nuevas estructuras se caracterizan por la ausencia de ese intermediario y, con ello, no solo desaparecen los costes de su intervención, sino también su labor de intermediación. Por contra se hace necesario ahora encontrar dos partes con necesidades opuestas, de forma que cada una satisfaga la necesidad de su contraparte a cambio de que esta haga lo propio con la primera. **En definitiva se trata de un proceso inverso al que caracteriza**

precedente inmediato de los swaps en los denominados préstamos paralelos [*paralell loans*] o préstamos adosados [*back to back loans*] que, a la postre serían los que terminarían derivando en los swaps. Se cuenta como la primera operación de esta naturaleza el swap concretado satisfactoriamente en el año 1981 entre IBM y el Banco Mundial<sup>16</sup>. *“El renombre internacional de las contrapartes ayudo a que estas operaciones se conocieran ampliamente y ganaran aceptación, todo lo cual condujo a una mayor actividad en el mercado. Solo en 1985, el Banco Mundial participo en 50 swaps con un vencimiento promedio de 6.4 años y un capital total de \$1.36 miles de millones de dólares. del capital total, \$887 millones se negociaron en francos suizos, \$268 millones en marcos alemanes, \$96 millones en florines y \$109 millones en yenes. las transacciones en swaps del Banco Mundial redujeron en 5.56% el costo global de los créditos.”*<sup>17</sup>

### 3 - Planteamiento del tema. Función económica.

Desde un punto de vista patrimonial, esto es atendiendo únicamente a los flujos de pagos que resultan de la ejecución contractual de los derivados financieros, podría afirmarse que estos contratos son equiparables a, los juegos de suma cero (*zero-sum games*)<sup>18</sup>, toda vez que la pérdida padecida por una de las partes coincide exactamente con la ganancia experimentada por la otra.

---

**la aparición del dinero como medio de cambio, cuyo origen se sitúa en el trueque comercial y solo posteriormente y con la aparición del dinero es posible realizar el cambio indirecto. Pues bien, la intervención de un intermediario como la entidad de crédito no deja de suponer un cambio indirecto, y su desaparición supone una vuelta al trueque o intercambio financiero directo.**(la negrita es nuestra) *Ahora solo queda encontrar dos partes con necesidades distintas pero recíprocamente complementarias, esto es la correspondencia inversa entre los productores y las necesidades financieras de los sujetos intervinientes en la relación de cambio, o lo que en sede del trueque comercial los economistas SAMUELSON y NORDHAUS denominaban la “doble correspondencia de los deseos”. Véase también : VAZQUEZ DE PRADA, Valentín, Historia económica Mundial; EUNSA Ediciones Universidad de Navarra S.A., Pamplona, España 1999.*

Será pues a finales de la década de los años setenta cuando concurren dos circunstancias distintas y complementarias, es decir, la citada “doble correspondencia de los deseos” por una parte, la fuerte demanda de libras esterlinas en el Reino Unido para atender la demanda de compañías petroleras no británicas, que necesitaban dicha moneda con ocasión de sus inversiones en el Mar del Norte y, en segundo término y de forma simultánea, la circunstancia que los británicos deseaban obtener dólares con que afrontar sus inversiones en los Estados Unidos, pero sin quedar sometidos a los excesivos costos de adquisición de moneda extranjera impuestos por la rigurosa normativa Británica en materia de control de cambios. La solución a dicho problema tuvo lugar mediante la instrumentación de dos préstamos simétricos pero independientes entre sí, de ahí su denominación de préstamos paralelos [*paralell loans*], a saber: uno primero denominado en libras esterlinas, por virtud del cual una empresa británica –que denominaremos *Matriz UK*- otorgaba un préstamo a la filial británica –que llamaremos *Filial UK*- de una sociedad estadounidense –*Matriz USA*- y, un segundo préstamo denominado en dólares estadounidenses, en méritos del cual la compañía *Matriz USA* concedía un préstamo a la filial en Estados Unidos de la *Matriz UK –Filial USA-*

<sup>16</sup> *“El SWAP es un instrumento financiero que ha experimentado un importante desarrollo a partir de los años ochenta, a raíz de la notoriedad alcanzada por el acuerdo entre el Banco Mundial e IBM en 1981. En aquel momento, el Banco Mundial sufría dificultades para seguir endeudándose, a un bajo tipo de interés, en marcos y francos suizos, debido a las limitaciones de estos mercados. Pero gozaba de un amplio margen de actuación en los mercados denominados en dólares a tipos fijos para emitir deuda en ellos. Al mismo tiempo, IBM precisaba endeudamiento suplementario en dólares USA, y aun disfrutaba de un margen holgado para operar con marcos y francos suizos. A consecuencia de la existencia de intereses contrapuestos, pero complementarios, las partes se intercambiaron las deudas emitidas, fijando las pautas que seguirían las operaciones de SWAP. A pesar de sus orígenes históricos recientes, el SWAP no fue una innovación absoluta, sino una reformulación de prácticas anteriores impulsada por la internacionalización de los mercados financieros y por la creciente inestabilidad financiera. De hecho ya se concertaban contratos en que se cambiaban divisas pactando su recompra y simultánea reventa a una fecha futura a un cambio prefijado. Desde la óptica financiera, las mismas metas perseguidas por los primeros SWAPS se conseguían con los paralell loans y los back to back loans, aunque con una complejidad y costes de oportunidad mayores. El SWAP sería un refinamiento de las prácticas anteriores, instrumentado en un único contrato y creado como un contrato bancario.”*(la negrita es nuestra) conf. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi; *Aspectos Jurídicos del Contrato Internacional de SWAP*; Ed. Bosch; Barcelona, España; 1999; pag. 52 y ss.-

<sup>17</sup> DECOVNY, Sherree; *SWAPS*; Bolsa Mexicana de Valores, Limusa Noriega Editores, Mexico 1994; pag. 10 y nota 1 -pag.146- con cita.

<sup>18</sup> Por ello, hemos sostenido anteriormente -con relación al tema del reflejo particularmente contable, de las operaciones con derivados y la incidencia económica que ello importa para los países en su conjunto- que *“Ello preocupa, no solo a los gobiernos por los efectos degeneradores que tendría sobre la macroeconomía, sino, por ser conscientes que el comercio de derivados es, en teoría, un juego de “suma cero”, y no habría complicaciones macro si se tratara de un mercado interno. Ya que, por cada operador que recurriera a transacciones pensadas para contrarrestar posibles pérdidas (lo que se llama “hedging” en la jerga), existiría otro en una situación igual y opuesta (el mismo riesgo en dirección contraria). Pero, como el mercado es global podríamos continuar cuestionándonos a cerca (... de ...) ¿como afecta exactamente el comercio de derivatives la forma en que operan los sistemas monetario y financiero?.* Véase: MANGOLD MORO, Federico Juan Manuel, *Las operaciones de Portage, los Calls, los Puts, los*

Desde este punto de vista, y en la medida en que los derivados financieros contribuyen a una mejor distribución de los riesgos del sistema por cuanto favorecen su transmisión de unos sujetos a otros, y en definitiva, la redistribución hacia aquellos que si quieren o pueden asumírselos, es por lo cual estos contratos desempeñan una función muy importante en el sistema financiero<sup>19</sup> en su conjunto.

Como hemos insinuado, el incremento de la volatilidad en un mundo donde el comercio de bienes y el flujo de capitales entre distintos países cobra mayor relevancia, implicó un incremento significativo también en el riesgo financiero asumido por las empresas en el marco de su actividad. Ante tales hechos, la rentabilidad de las firmas pasó a depender sensiblemente de factores ajenos a su control, como ser la variación en las tasas de interés y la cotización de diferentes monedas y commodities. Frente a tal situación, las empresas debieron tomar una medida: prevenir dichas fluctuaciones o protegerse de las mismas. *“Pronosticar la evolución de las variables implica a una compañía contratar un equipo de especialistas, lo cual pese a su costo, no necesariamente asegurara la predicción de las fluctuaciones en forma correcta. Protegerse de las mismas, por otro lado, significa hallar un mecanismo que neutralice los efectos de tales variaciones. El sistema financiero proveyó tal mecanismo, “el orden”, a través de los instrumentos derivados, con un costo sumamente menor al primer método.”*<sup>20</sup> Desde entonces, a medida que las expectativas de volatilidad en los mercados fueron mayores, el uso de estos productos financieros se incrementó sensiblemente. De tal forma, la posibilidad de separar los riesgos financieros del resto de la actividad empresarial, y administrarlos a través de los derivados, se convierte en la más notable innovación financiera de los años ochenta.

Naturalmente, la creativa actividad de los agentes económicos requiere luego de los juristas, alternativas para el encuadre de sus gestiones dentro de la normativa vigente. En punto a ello, haremos una somera síntesis de los avances internacionales en la materia.

Graficando la utilidad de los derivados recordamos anecdóticamente que, en cierta oportunidad se interrogó a un destacado empresario acerca de si tenía aseguradas sus fábricas y edificios por eventuales incendios: la respuesta, obvia, fue por la afirmativa. Seguidamente, se le preguntó por la existencia de seguros afectados a sus movimientos de tesorería, a la toma o colocación de fondos o a la suerte de sus insumos básicos: la respuesta, también obvia, fue por la negativa. Se le requirió a continuación, en torno a las probabilidades, su opinión respecto de ambas contingencias: ¿Qué es más factible?. ¿Las oscilaciones en las tasas de interés, la escasez de determinadas materias primas, o el infortunio de sus propiedades?. Esta vez no contestó. Tal vez lo hubiera hecho, si hubiera sabido, que todas aquellas eventualidades que puedan afectar el resultado de la explotación y que se derivan de la incapacidad de la empresa para garantizar la estabilidad de un resultado -caracterizadores del **riesgo económico de la gestión**- tienen en los instrumentos financieros derivados una aproximación al grado de seguridad que se pretende.

Los derivados financieros ofrecen entonces, un medio idóneo para protegerse de las alteraciones inesperadas en los activos -financieros o no- debido a que permiten la adquisición, venta o permuta futura de los mismos, a un precio determinado en la actualidad con base a aquél subyacente que le sirve de referencia. Por ello, la cobertura de dicho riesgo justifica por sí misma la existencia de estos mercados.

Resaltemos que, el riesgo es el elemento determinante de la existencia de los derivados, de forma tal que, si no hay riesgo, no hay derivado financiero<sup>21</sup>.

---

*Barters, las contingencias contables y la esperada transparencia en los mercados de capitales*, en *Empresa y Mercosur, Integración, Sociedades y Concursos*, Ed. Ad.Hoc; Buenos Aires, 1997, pag. 308 y ss. Sobre esta postura económica en particular puede verse THURROW, Lester C. *La Sociedad de Suma Cero*, Ed. El Cronista Comercial, Buenos Aires, 1980; y la bibliografía citada en nuestro referido trabajo.

<sup>19</sup> Por todos, SANZ CABALLERO; Juan Ignacio, op. cit., pag. 104 y ss.

<sup>20</sup> MARINBERG, Diego; *Instrumentos Derivados: los planteos del futuro*, Instituto Argentino del Mercado de Capitales; Cuaderno de Investigación número 3.

Sin embargo, la competitividad y transnacionalización a que están expuestas las grandes multinacionales, en virtud de la “globalización”, aumenta la volatilidad de la gestión del management, con el consecuente incremento del riesgo que ello supone. Por ello es acertada la precisión de APREDA<sup>22</sup> cuando afirma que son “...riesgos ambientales, están y golpean a las empresas desde afuera con independencia de la gestión gerencial que las mismas detenten...”

Hoy es corriente advertir compañías radicadas en Shanghai, que deben enfrentar sus costos en moneda local; cobran el producido de sus exportaciones en dólares; se endeudan -financieramente- en marcos alemanes supeditados a la tasa de interés interbancaria de Londres (LIBOR) y abonan a su personal jerárquico sus salarios en euros.

Lógicamente la exposición al riesgo es de todo orden. Pudiendo agruparse éstos conforme el siguiente esquema:<sup>23</sup>

1. Riesgo de crédito
2. Riesgo país
  - 2.1 Riesgo de soberanía
  - 2.2 Riesgo de transferencia
3. Riesgo de mercado
  - 3.1 Riesgo de cambio
  - 3.2 Riesgo de tipo de interés
4. Riesgo de desfaseamiento
  - 4.1 En términos de plazos
  - 4.2 En términos de montantes
5. Riesgo de base
6. Riesgo de entrega
7. Riesgo de volatilidad o trayectoria
8. **Riesgo de incumplimiento (insolvencia)**

Históricamente, los operadores tradicionales intentaron cubrirse mediante seguros que, como vimos, pocas veces los amparaban de las vicisitudes propias de su actividad, quedando muchas veces librados a la suerte del fracaso económico.

Hubo, sin embargo, quienes supieron ver más allá de la coyuntura económica, regulatoria, política, financiera, impositiva y comercial desfavorable. Quienes lejos de temerle a los riesgos propios de su actividad y contexto, comenzaron a advertir canales alternativos para hacerse de recursos; seguir adelante y “resguardarse” mediante contratos e instrumentos financieros que les permitían “manejar las variables contingentes” dentro de un grado de proximidad cercano a lo absoluto en términos de certeza.

Pese a todo, en nuestro suelo “...la ausencia de una normativa apropiada no sólo ha impedido el desarrollo de un mercado de derivados y pases<sup>24</sup> sino que también ha provocado que las empresas

---

<sup>21</sup> Particularmente en materia de riesgo puede verse nuestro trabajo *Breve síntesis de los más recientes aportes internacionales para la tutela de terceros, en materia de derivados financieros*, con especial hincapié en el punto 2. *Consideraciones previas acerca del riesgo*, en *La Protección de los terceros en las sociedades y los concursos*, ponencia presentada a consideración de las VIII Jornadas de Institutos de Derecho comercial de la República Argentina, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2000, pag. 401 y ss.

<sup>22</sup> APREDA, Rodolfo; *Ingeniería Financiera I*; Universidad Argentina de la Empresa; Cuadernos UADE N° 38, 1ra. Edición, Buenos Aires, pág. 12.

<sup>23</sup> Fuente: COSTA RAN, Luis; FONT VILALTA, Montserrat; *Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial*, Cap. IV: *El riesgo y los tipos de riesgo*; ESIC Editorial, Madrid 1992, pág. 144.

<sup>24</sup> Transacción financiera por la cual cada una de las partes se compromete a realizar la retrooperación en un plazo determinado. Por medio de un contrato de pase, el comprador de una cartera de instrumentos se compromete a revenderla a quien se la vendió originalmente, y este a su vez se compromete a recomprarla. En el mercado financiero argentino el contrato de pase como operación bancaria esta regulado por la comunicación A-990 del Banco Central de la República Argentina (BCRA). El pase no

argentinas con acceso a los mercados financieros internacionales realicen operaciones financieras con derivados y pases con entidades extranjeras, sujetándose a la legislación y jurisdicción de otros estados y constituyendo garantías fuera del país para aislar, con el mayor alcance posible, las implicancias adversas que puede acarrear la aplicación de la legislación argentina que, los condiciona, a la introducción de ciertas modificaciones a la legislación nacional, especialmente a las normas de la ley N° 24.522<sup>25</sup> (Ley de Concursos y Quiebras).

Nos abocaremos entonces al tratamiento de la reciente legislación comparada sobre el particular, y al Proyecto de reforma a la ley 24.522 de Concursos y Quiebras de la República Argentina -para tornar operativo dicho mercado- que habremos de delinear únicamente en sus principios rectores, algunos de los cuales reclamáramos en anteriores trabajos<sup>26</sup>, y que han tenido parcialmente favorable acogida en la referida enmienda.

Dada la ríspidez del tema que abordaremos, se impone de manera previa una introducción –mínima- a los principales contratos negociados *Over The Counter (OTC)* para facilitar la comprensión de todo el espectro; de lo cual habremos de ocuparnos seguidamente.

#### 4 - Concepto.

Podemos afirmar que un derivado es un contrato financiero cuyo valor depende de uno o mas activos, tipos o índices subyacentes de referencia, englobándose bajo dicha denominación diferentes especies de productos financieros cuyo denominador común, tanto desde una perspectiva económica

---

comporta la traslación de dominio de la cartera. En los mercados internacionales –en la mayoría de los cuales comporta una traslación efectiva de la propiedad- esta clase de operación se denomina de *Doble, Reporto, Reporte, Portage o Repo* –así resulta definido por ISDA- (*repurchasing Agreement*). El Pase es pasivo cuando un inversor compra instrumentos a una entidad financiera y esta se compromete a readquirirlos a determinado plazo; es activo cuando un tomador vende instrumentos a una entidad financiera con el compromiso de recomprarlos a determinado plazo. El beneficio del comprador es obtenido de la diferencia del precio de compra y el de reventa (tasa implícita de pase). En nuestro país existe una concreta prohibición sobre el particular dimanada del espíritu del artículo 1380 del Código Civil que expresamente dispone “*Las cosas muebles no pueden venderse con pacto de retroventa*” con una clara finalidad de vedar prestamos e intereses encubiertos bajo modalidades de compraventa. La referida Comunicación A-990 del BCRA va a contramano de lo dispuesto por una norma de jerarquía superior y, consecuentemente debe ser objeto de ratificación -o rectificación, en su caso- por una norma de imperio suficiente como para dejar sin efecto la parte pertinente del Código Civil. El Proyecto de Código Civil de la República Argentina unificado con el Código de Comercio redactado por la Comisión designada por el Decreto 685/95 deroga el artículo en cuestión, formulando si, ciertas consideraciones sobre *Algunas de las cláusulas que puedan ser agregadas al contrato de compraventa*, y especialmente refiere al *Pacto de retroventa* en su artículo 1099. Véase publicación disponible de Abeledo Perrot, Buenos aires, 1999, pag. 356.-

Respecto de las operaciones de Doble, enseña RUIZ CABRERO –Jaime- “*Junto a las operaciones puras de contado y de plazo existen otras que resultan de la conjunción de ambas, o de dos operaciones de plazo. por eso, de forma expresiva, se las denomina dobles. Se componen de dos sencillas que, unidas, sirven a finalidades distintas de las que son propias de cada una de ellas por separado. Consisten en una compraventa, al contado o a plazo, seguida de otra a plazo. Puesto que la segunda de las operaciones es, en todo caso, a plazo, se produce indefectiblemente un diferimiento. De ahí que, normalmente, se las considere una modalidad evidentemente especial del plazo. El origen mas remoto de este mercado se encuentra en la Edad Media –veamos como nada es novedoso, como afirmábamos al inicio del trabajo- bajo la forma de contrato de mohatra. Se trataba de un contrato complicado por el que una de las partes entregaba a la otra un bien o mercadería con la obligación de devolverla al termino de un plazo predeterminado a precio diferente y superior. Así se encubría un verdadero interés. Sin embargo, estos antecedentes y otros similares tienen poco que ver con la realidad bursátil actual. No es lo mismo un pacto que encierra un contrato distinto que la practica común de la doble en los mercados modernos. Las figuras primitivas constituyen verdaderos contratos simulados cuya autentica naturaleza reside en la finalidad ultima y escondida de las partes. Por el contrario, la operación de doble bursátil obedece a genuinas razones de mercado. Es verdad que el objetivo mas corriente de la doble es obtener una financiación, tal como sucedía, por ejemplo, en la antigua mohatra, pero entendida de otra manera, es decir no como un fin en si misma, sino como una forma de auxiliar o posibilitar la adopción o mantenimiento de determinadas posiciones bursátiles.” conf. RUIZ CABRERO, Jaime; *Las Operaciones de Doble*, en *Los Contratos Bursátiles*, Estudios de Derecho Bancario y Bursátil, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1987, pag. 145 y ss. Amen de ello, un amplio tratamiento del asunto puede consultarse en nuestro trabajos *Las operaciones de Portage ...; DERIVATIVES Normas Técnicas II* y *DERIVATIVES Normas Técnicas III*, entre otros allí referidos.*

<sup>25</sup> Del mensaje del Director Ejecutivo de la Asociación de Bancos Argentinos-ADEBA Lic. Norberto Carlos Peruzzotti al cursar la participación para la Exposición “Derivados en Argentina”, realizada en la sede de esta institución con fecha 19 de noviembre de 1997.

<sup>26</sup> V Jornadas de Institutos de Derecho Comercial: Empresa y Mercosur. Rosario, Argentina. Septiembre 1997, en nuestro: *DERIVATIVES Normas Técnicas II*; y Congreso de Derecho Comercial en Homenaje al Centenario de la Universidad de La Plata, La Plata, Buenos Aires, Argentina, Noviembre de 1997, en nuestro *DERIVATIVES Normas Técnicas III*.

-referida en este caso al valor del derivado financiero en el mercado- o contractual -referida en este caso a las deudas de valor asumidas por las partes y que constituyen el contenido obligacional típico de estas figuras contractuales- se encuentra el hecho de tratarse de contratos que resultan finalmente en un pago en efectivo -neteado a las diferencias- cuyo importe viene determinado por referencia a un valor, en el mercado y a una fecha futura, de un instrumento financiero determinado, cual es el tipo de interés, el tipo de cambio, los valores negociables, los índices de renta variables, o las mercaderías o materias primas (*commodities*).

En consecuencia, al hablar de derivados nos estamos refiriendo a contratos cuyo valor económico y su contenido obligacional resulta o **deriva** del valor en una fecha futura del elemento subyacente u originario que le sirve de referencia y que por ello mismo se denomina subyacente, sin perjuicio de lo cual, bajo la denominación genérica de productos derivados financieros se han incluidos determinados tipos negociables, básicamente reconducibles a la estructura típica comercial de la opción y la compraventa a término, que, sin responder al rasgo definidor señalado respecto de los derivados financieros, responden a una misma causa contractual y a la consecución de unos mismos resultados económicos<sup>27</sup>

De lo expuesto, un contrato o instrumento derivado o “*derivatives*” resulta ser una aceptación genérica afectada a innumerables productos, dentro de los cuales es dable extraer cuatro que son los primordiales así, siguiendo a MASCAREÑAS<sup>28</sup> “... la mayoría de las operaciones de la Ingeniería Financiera<sup>29</sup> se construyen en base a cuatro instrumentos financieros básicos como son los “**Contratos a Plazo**”; los “**Futuros Financieros**”;<sup>30</sup>; las “**Permutas Financieras (Swaps)**” y las “**Opciones**”, de cuya coordinación, pueden surgir vastísimas combinaciones, que se adecuen a la solución de los problemas concretos cuyo principal objetivo, aunque no el único, consiste en gestionar -manejar- el riesgo (del tipo de interés, de cambio, de *commodities*, etc.).

---

<sup>27</sup> Conf. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio, op. cit., pag. 90 y ss.

<sup>28</sup> MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO, Juan; DIEZ de CASTRO, Luis; *Ingeniería Financiera: La gestión en los mercados financieros internacionales*. LBO's. McGRAW HILL, Madrid, 1991, pág. xiii y ss.

<sup>29</sup> Que se defina a la Ingeniería exclusivamente con estos alcances aparece como un término egoísta y una expresión poco feliz toda vez que, la necesaria complementación jurídico-contable-tributaria opera, respecto de aquella como barrera insalvable en general, para la instrumentación efectiva. La práctica reconoce en los operadores económicos la vanguardia en la utilización y la puesta en escena pero, el marco normativo y tributario debe brindarles cabida y allí, contadores, abogados y tributaristas tenemos la asignatura pendiente hoy y aquí y en todo el resto del globo. Pues son, precisamente sus dictámenes, aquellos que están condicionando la utilización de estos instrumentos en determinados países. El nuestro entre otros.

<sup>30</sup> Los contratos de Futuro no han sido objeto directo de análisis en tanto evolución histórica toda vez que, la referencia a los mismos respecto de los aquí analizados –véanse puntos 2.1, 2.2 y 2.3- importa una categorización de género a especie. Así, MACCHI –julio A.- refiere a las operaciones **De Futuro** del siguiente modo al distinguirlas de las operaciones **De Contado**: *Sea cual fuere la actividad que desarrolle un mercado, es indiscutible la importancia de la función económica y social desempeñada por un mercado de futuros a el referenciado. Sus beneficios son los mismos ya se trate de productos, divisas, títulos de renta, acciones, etc. Su potencial estabilizador trae, como consecuencia adicional, estímulo y expansión en los negocios, fortaleciendo a los agentes del mercado, tornándolos así mas capaces de ejercer su importante función económica y social que, en el caso de las acciones, podría estar representada por el encuentro eficiente, económico y equitativo de intereses complementarios: agentes buscando inversores que dispongan de capital, para financiar operadores de futuro. Cuando menor la inseguridad, mayor el estímulo para la inversión. Sobre todas estas funciones, esta la de propiciar la participación indiscriminada de un universo prácticamente ilimitado de personas e instituciones con la mas variada gama de actitudes y conductas, proveyendo un mercado ecuánime, competitivo, donde se propicia la transferencia de riesgos de la actividad principal para otras personas que deseen comprometer su capital en busca de ganancias especulativas – o con fines de cobertura, añadimos- permitiendo así una mayor estabilidad de resultados, un mecanismo de precios mas correcto, un mercado mas perfecto y con menores costos. Los mecanismos de los mercados de futuro son indispensables en la economía de un país, y tanto mas importante cuanto mayores sean las condiciones de incertidumbre reinantes. Los que acuden al mercado de futuro, permutan sus incertidumbres y adquieren a cambio seguridad sobre el devenir.* (la negrita es nuestra) *Dicha expectativa o incertidumbre es absorbida por el especulador –o el hedge, añadimos- a cambio de una eventual ganancia para este. (...) En los mercados de valores, tradicionalmente se realizan las siguientes operaciones consideradas De Futuro: (1) Plazo Firme; (2) Caución y Pase y (3) Prima u Opción.- por todos: MACCHI, Julio A. Operaciones de Futuro, en La Inversión Bursátil, Ed. Tesis – Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Buenos Aires, 1988, pag. 13 y ss.*

Por razones que, entendemos, hacen a la coherencia de la escasa “normativa” imperante sobre el particular en nuestro país, y a fin de continuar en línea con las mismas, por lo acertado de su contenido, habremos de tomar las definiciones que, al respecto, da el Informe N° 17 del Área: Contabilidad, CECYT<sup>31</sup>, por resultar las únicas existentes con rango de dictamen<sup>32</sup> y que habrán de transcribirse a continuación.

### **CONTRATOS A TÉRMINO.**

*Son contratos donde las partes se comprometen a realizar una transacción en una fecha futura con un precio determinado al inicio de la operación con las siguientes características:*

- *no son estandarizados;*
- *son negociados directamente por las dos partes quienes definen los términos de la operación en un marco de flexibilidad y conveniencia mutua;*
- *no hay posibilidad de abandonar la posición antes del vencimiento sin el consentimiento de la otra parte;*
- *no existe un mercado secundario por cuanto las transacciones no tienen cotización en un mercado formal;*
- *las partes asumen todas las responsabilidades de la transacción por lo que existe riesgo de incumplimiento de la contraparte;*
- *las partes determinan, inicialmente en el contrato las garantías de las transacciones.*

*Los contratos a término se utilizan como instrumentos financieros siendo sus subyacentes más comunes índices de tasas de interés<sup>33</sup> y de divisas.*

### **CONTRATOS DE FUTUROS.**

*Son contratos similares a los contratos a término, pero con las siguientes características que los diferencian:*

- *son estandarizados;*
- *se negocian en el ámbito de mercados institucionalizados;*
- *los datos de las transacciones concertadas son registrados diariamente y difundidos públicamente;*

---

<sup>31</sup> Centro de Estudios Científicos y Técnicos (CECYT), Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, Informe Área Contabilidad N° 17, *Contabilización de Instrumentos Derivados*. Buenos Aires, Noviembre 1995.

<sup>32</sup> Quienes deseen puntualizar sobre el particular, pueden consultar el didáctico y pormenorizado análisis llevado a cabo por COSTA RAN, Luis y FONT VILALTA, Montserrat, en *Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial*. op. cit.; ello sin perjuicio de alguna bibliografía existente sobre determinados tipos de derivados, particularmente extranjera aquí citada.

<sup>33</sup> En relación al particular y, sin perjuicio de seguir utilizando durante el desarrollo del presente trabajo, la expresión “sobre tasa de interés”, el vocablo es dable precisararlo con el alcance correcto, como bien lo hace DUCE SÁNCHEZ DE MOYA, Ignacio; *El Contrato de SWAP* en: *Contratos de Colaboración y Sociedades*, RICHARD, Efraín Hugo (Director), Ed. Advocatus, Córdoba, 1996, pág. 82 y ss., cuando apunta:“(INTEREST RATE SWAP): Se trata de un contrato financiero suscripto entre dos partes, usualmente un banco y una empresa, aunque también pueden ser dos empresas, que acuerdan intercambiar sobre un capital nominal de referencia (PRINCIPAL NOTIONAL AMOUNT) los importes resultantes de aplicar un coeficiente diferente para cada uno de ellos sobre dicho nominal a un plazo determinado. Tales coeficientes se denominan, como es usual en el mercado financiero “tipos de interés”, aunque no son tales, puesto que no existe préstamo del capital acordado que queda únicamente como **quantum** de referencia.

En igual sentido se expresa DECOVNY, Sherree; SWAPS; Bolsa Mexicana de Valores, Limusa Noriega Editores, México, 1994, pág. 117: “El riesgo del crédito desempeña un papel extremadamente importante en la determinación de los precios de los SWAPS. En teoría, un swap de interés implica un menor riesgo para las contrapartes de un crédito, porque el capital de un crédito es “nominal” (es decir, en realidad, se intercambia). En un SWAP de tasa de interés, el capital es “nacional” (o sea que no se intercambia, sino que se utiliza como base para los cálculos de la tasa de interés). Sin embargo, no sucede así con los SWAPS de divisas, en los que sí se da un intercambio real del capital...”

- una vez registradas las transacciones, las partes pierden identidad, y el mercado asume la posición de la contraparte;
- todos, en la misma serie, tienen un mismo monto o unidad de negociación, fecha de vencimiento, márgenes de garantía (inicial y por diferencias), porcentaje o monto de fluctuación máxima diaria admitida;
- diariamente, al finalizar las ruedas de negociación, cada contrato tiene un precio de ajuste o precio de cierre que deriva de los precios registrados al finalizar la rueda de ese día y que se utiliza para determinar los márgenes de variación;
- antes del vencimiento las partes pueden cancelar las posiciones tomadas realizando la operación inversa;
- al garantizar las operaciones el mercado, no hay riesgo por incumplimiento de la contraparte, sólo el riesgo -más remoto- de incumplimiento del mercado;
- al vencimiento de la transacción, dependiendo del diseño del contrato de futuro, puede cancelarse por la entrega del activo subyacente o por la entrega en dinero de la diferencia entre el último precio de ajuste y el índice desarrollado por el mercado o por terceros.

Los contratos de futuros pueden tener como subyacentes productos básicos o productos financieros tales como futuros sobre índices de tasas de interés y sobre divisas.

### **CONTRATO DE OPCIONES.**

Son contratos por el cual una parte (el tomador o titular) mediante el pago de una suma de dinero (prima), adquiere el derecho (pero no contrae la obligación) de exigir a la otra parte (el lanzador) la compra (opción de compra o "call") o la venta (opción de venta o "put") de ciertos subyacentes (activos determinados, contratos de futuros o índices) a un precio fijo predeterminado (precio de ejercicio), durante un período preestablecido (opciones de tipo americano), o en cierta/s fecha/s (opciones de tipo europeo).

Las opciones pueden o no tener cotización en un mercado institucionalizado.

Los contratos de opción pueden tener como subyacentes bienes fungibles con cotización, índices representativos de aquéllos, u otros instrumentos derivados como ser contratos de futuros o "swaps".

### **CONTRATOS DE CANJE (SWAPS).**

Constituyen transacciones financieras en la que las dos partes contractuales acuerdan canjear periódicamente flujos monetarios en el tiempo con la particularidad que un flujo es fijo y el otro flujo, en la dirección opuesta, es variable. Se intercambia únicamente el neto del flujo fijo con el flujo variable.

En virtud de ser el instrumento cuya utilización se ha preferido mundialmente, representando algo más del 80% del total de las transacciones sobre derivados, haremos una transcripción mayor de las particularidades del mismo, cuanto de algunas de sus variables o las combinaciones posibles más utilizadas.

Su objetivo consiste en canjear, por ejemplo, un activo o un pasivo con una tasa fija a una tasa flotante y viceversa, o de una divisa a otra, o de ambas variantes a la vez, o con productos básicos de pasar de comprar a vender periódicamente de precio fijo de mercado a precio flotante, o viceversa, o combinando las dos variantes anteriores.

Se utiliza en situaciones en las que tanto la clase de financiación buscada por un determinado prestatario, como las condiciones del mercado que le son accesibles, son inadecuadas para sus propósitos.

El swap permite a dos o más partes intercambiar el beneficio de las respectivas ventajas que cada una de ellas puede obtener en los diferentes mercados. Para ello deberá cumplirse una doble regla

básica: las partes deben tener interés directo o indirecto en intercambiar la estructura de sus deudas, y al mismo tiempo, cada parte obtiene, gracias al swap, un costo más bajo de su obligación.

### **Swap de tasa de interés<sup>34</sup>.**

Es un contrato entre dos partes que desean cambiar la naturaleza de la tasa de interés a pagar o percibir de pagos o de cobros de obligaciones a diferentes bases (tasa fija o flotante), sin existir transferencia del principal y operando en la misma moneda. Cada parte paga los intereses de la deuda de la otra, excluyendo del acuerdo la amortización del principal que no cambia de mano.

### **Swaption.**

Es una opción sobre un swap en la que una de las partes recibirá una prima por estar de acuerdo en realizar un swap a pedido del comprador del swaption.

Permite a las empresas protegerse contra los movimientos adversos en las tasas de interés al mismo tiempo que se benefician cuando éstos se mueven favorablemente al darles la posibilidad de realizar un swap durante un período determinado, en una fecha prefijada. Permiten también extender un swap.

### **Swap de divisas.**

Es un contrato entre dos partes que desean canjear un monto, en diferentes monedas, por un período de tiempo acordado. Al vencimiento los montos son intercambiados al tipo original de contado. Durante el período del acuerdo, las partes pagan los intereses recíprocos.

### **FRA (Forward Rate Agreement-Acuerdo de tasa a término).**

Es un contrato en el que dos partes acuerdan la tasa de interés que se va a pagar sobre un depósito teórico con fecha valor en el futuro, con un vencimiento específico, en una determinada fecha futura, lo cual permite eliminar el riesgo de fluctuaciones en la tasa de interés durante dicho período.

El contrato permite al adquirente fijar los costos financieros para un período futuro predeterminado. En el momento de la fecha valor, el vendedor pagará al adquirente el valor presente de cualquier aumento de la tasa de interés que supere la tasa acordada a la fecha de vencimiento, siendo el comprador el que pagará al vendedor si dicha tasa cayese por debajo de la tasa tomada como referencia.

Esta cantidad que se liquida se descuenta para reflejar dicho pago al comienzo del período del depósito teórico y no en su vencimiento.

El período de duración del contrato FRA se denomina, por ejemplo, como “seis-nueve” meses, es decir, la tasa de interés a tres meses (nueve-menos) a contar pasados seis meses.

Las cantidades en concepto de capital (nocional) también se acuerdan en el contrato, aunque no existe intercambio alguno de estas cantidades. El contrato se liquida al contado.

En este tipo de contrato el “comprador” de un FRA es la parte contratante que desea protegerse de un posible alza de la tasa de interés, es decir, la parte que desearía hoy, como alternativa a un FRA, establecer la misma tasa de interés sobre un depósito que fuese a obtener en una fecha futura.

El “vendedor” es aquella parte que desea protegerse de un descenso de la tasa de interés, siendo la venta del FRA análoga a la realización de un préstamo a desembolsar en el futuro.

---

<sup>34</sup> Con las precisiones apuntadas en nota 33.

*El día de la liquidación, que coincide con la fecha valor del contrato (en el ejemplo, a los seis meses de la firma), se calcula la diferencia entre la tasa de interés acordada con el FRA y la tasa de interés de referencia especificada en el contrato (v.g. LIBOR). Esta diferencia se multiplica por la cantidad establecida como capital (nocional), y por el período de duración del depósito, para hallar la cantidad debida y se descuenta.*

### **Strip de FRA.**

*Consiste en una serie de contratos de FRAs con diferentes plazos (un “tres-seis”, más un “seis-nueve”, más un “nueve-doce”, por ejemplo). Tienen por objeto cubrirse de los movimientos de las tasas de interés durante un período continuo.*

### **CAP (Techo).**

*Es un instrumento de gestión del riesgo de la tasa de interés a medio y largo plazo, que permite protegerse durante una serie de períodos contra un alza de las tasas de interés flotantes. Al tratarse de una opción, el comprador de un CAP quiere garantizar una tasa de interés máxima en el caso de un préstamo o deuda. La contraparte del CAP suele ser una entidad bancaria que, al venderlo, recibe una prima por garantizar que la carga financiera debida a los intereses no traspasará el límite máximo indicado en el contrato.*

*Es pues, un acuerdo realizado entre el comprador y el vendedor con respecto al valor máximo de una tasa de interés flotante basado en un índice determinado que suele ser LIBOR o de productos básicos.*

*El CAP es un conjunto de opciones de compra europeas sobre el índice por las que el comprador paga al vendedor una prima, y si las tasas se mueven hacia arriba, recibirá una cantidad de dinero igual a la diferencia entre el valor actual del índice elegido y la tasa límite especificada en el contrato (que hace de precio de ejercicio) en la fecha de comparación especificada, multiplicado por el valor nocional del CAP.*

### **FLOOR (Piso).**

*Es lo opuesto a un contrato CAP. El contrato FLOOR es un instrumento de gestión del riesgo de tasa de interés a mediano y largo plazo que permite al inversor protegerse durante una serie de períodos contra la baja de las tasas de interés flotantes.*

*Al tratarse de una opción, el inversor será el comprador del FLOOR, lo que garantizará la tasa de interés mínima en caso de una inversión. La contraparte del FLOOR suele ser una entidad bancaria que, al venderlo, recibe una prima por garantizar que la carga financiera debida a los intereses no traspasará un límite mínimo indicado en el contrato.*

*O sea, una tasa de interés FLOOR es un acuerdo entre el comprador y el vendedor por el que el primero, después de pagar una prima, recibirá un pago cuando la tasa FLOOR caiga por debajo del índice elegido (v.g. LIBOR).*

*El FLOOR equivale a la compra de una serie de opciones de venta europeas sobre el índice elegido por las que el comprador paga al vendedor una prima; si los tipos se mueven hacia abajo, recibirá una cantidad de dinero igual a la diferencia entre la tasa límite especificada en el contrato y el valor actual del índice elegido (precio de ejercicio) en la fecha de comparación.*

### **COLLAR (Cuello).**

*Con objeto de reducir el costo de la prima por la adquisición de una opción CAP o FLOOR, es posible vender un FLOOR o CAP para formar lo que se denomina un COLLAR, de tal manera que la prima pagada por la compra de uno de ellos sea reducida por la venta del otro.*

*En un COLLAR un ente acepta limitar el beneficio que tendría con una baja de las tasas de interés en el caso de un préstamo, o de un alza si se tratase de una inversión.*

*Un COLLAR es, por lo tanto, un acuerdo por el cual el comprador posee la cobertura contra ascensos de las tasas de interés y la obligación de pagar al vendedor del COLLAR si la tasa indexada desciende por debajo de la tasa FLOOR.*

*Tanto el CAP como el FLOOR tendrán el mismo capital teórico, la misma duración y la misma tasa de referencia a corto plazo, sólo que los precios de ejercicio serán distintos. Como el CAP fija la tasa de interés máxima y el FLOOR la tasa mínima, se produce un pasillo en el interior del cual evolucionará la tasa efectiva del préstamo o inversión.*

## **5 - La problemática derivada del contrato diferencial. El tema del *netting* y el derecho extranjero.**

La doctrina civilista mas autorizada ha distinguido hasta tres facies diferentes y sucesivas en la vida de todo contrato<sup>35</sup>, a saber: una primera fase denominada de generación o gestación que comprende los tratos preliminares o el proceso interno de formación del contrato y que se trata, por ello, de un periodo preparatorio cuyo resultado no es otro que una serie de actos de los que surge el consentimiento contractual; una segunda fase, llamada de perfección y caracterizada por el cruce o encuentro de voluntades de las partes y determinante, por tanto, del nacimiento del contrato a la realidad jurídica; y, por ultimo, la fase de consumación o cumplimiento de las prestaciones comprometidas a resultas del contrato.

Esta ultima es la que nos interesa a los fines del presente trabajo, por lo cual obviaremos las consideraciones que ameritan otros aspectos jurídico-esenciales del contrato –vr. gr. **(i) consentimiento** -formación; medios de prestación; prueba; errores; vicios; naturaleza jurídica de los Acuerdos Marco; etc.- **(ii) objeto** –licitud; posibilidad; determinación; criterios de determinación, aun por terceros, árbitros; etc.- **(iii) causa** –función socioeconómica de la gestión del riesgo; resultados esperados por las partes; licitud de la especulación financiera; etc.

En tanto contrato comercial esencialmente parabancario, los derivados financieros no son diferentes a cualquier otra figura contractual; si bien en lo que a la fase de perfeccionamiento se refiere, podemos hablar de un proceso de formación sucesiva o *ex intervallo temporis* del contrato<sup>36</sup>.

Como referíamos en orden a la fase de consumación o cumplimiento de las prestaciones comprometidas a resultas del contrato, esta se encuentra seriamente vinculada a aquello que la doctrina española ha dado en llamar *Contratos Diferenciales*<sup>37</sup>.

Por punto, la Exposición de Motivos del Código de Comercio de España contempla determinadas practicas habidas en la contratación bursátil “... *por virtud de las cuales las operaciones a plazo se realizaban en los mercados sin intención de la entrega de los títulos objeto de la transacción, sino únicamente con la intención de resolverse tales operaciones por el pago de las diferencias en las*

---

<sup>35</sup> Por todos, véase LOPEZ DE ZAVALIA, Fernando J., *Teoría de los Contratos*, Zavalia Editor, Buenos Aires, 1984.

<sup>36</sup> Esto es –como bien sostiene Sanz Caballero- “... *de un autentico iter negocial, por cuanto el nacimiento de la relación obligatoria no es consecuencia de un solo acto, sino de una serie de actos, en los cuales pueden intervenir no solo las mismas partes, sino también otras personas que las auxilian o que coadyuvan con ellas a la consecución de la finalidad perseguida (mediadores, asesores, etc.)*”; véase SANZ CABALLERO, Juan Ignacio, op. cit. pag. 151 y ss.

<sup>37</sup> Por todos véase: GARRIGUES; Joaquín; *Contratos Bancarios*, Madrid 1955, Ediciones del Autor.

**cotizaciones...**” circunstancia que las hacía merecedoras de la denominación de contratos a diferencias o diferenciales<sup>38</sup>.

Esta práctica –vedada entre nosotros desde antaño- constituía los denominados *juegos de bolsa*.

Ya en su clásico *La Bolsa* MARTEL<sup>39</sup> refiriéndose a ello apunta “... *toda esa prosperidad* (por la Bolsa), *todo ese alarde de potencialidad económica y financiera se asienta sobre una base espuria –coloso de pies de barro como en el ejemplo bíblico- de la especulación febriciente, sin contralor y sin escrúpulos. Bajo la magnificencia corría oculto el cable conductor: el juego. Los mil quinientos millones de las pizarras de la Bolsa no son negocios reales, sino en pequeña parte son “pura tiza” según la frase del día. Se juega a las diferencias ...*”<sup>40</sup>

Aquí, una cuestión importante -sino trascendental- en la vida de los contratos con derivados está vinculada a aquello que nuestro viejo Código de comercio expresamente vedaba en su artículo 80<sup>41</sup>, esto es la posibilidad de resolver contratos bursátiles mediante el pago de diferencias.

En similar sentido se expresa el artículo 25 de la ley de Oferta Pública<sup>42</sup> cuando prevé “*Las operaciones de bolsa deben concertarse para ser cumplidas. Las partes no pueden sustraerse a su cumplimiento invocando que tuvieron intención de liquidarlas mediante el pago de la diferencia entre los precios que se registren al tiempo de la concertación y al de la ejecución.*”<sup>43</sup>

El contrato de derivados es, en esencia, un contrato cuya naturaleza misma impone la necesidad de la consumación mediante diferencias, el neteo de las dos posiciones encontradas entre la compra y la venta, también llamado **netting**<sup>44</sup> para la doctrina extranjera.

Sino ¿como se explica la consumación jurídica de un contrato de derivados sobre tasa de interés o sobre índices bursátiles –entre tantos otros- sino mediante el pago de las diferencias resultantes entre el momento de su consentimiento y su concreción, si no cabe la posibilidad fáctica de honrar su cumplimiento de otro modo?

---

<sup>38</sup> Abunda SANZ CABALLERO : “... dicha calificación –por contrato diferencial- fue utilizada ya en las Sentencias del Tribunal Supremo del 16 de febrero de 1897 y del 29 de diciembre de 1900 (donde quedo sentado que) a diferencia de lo que ocurría en sede de la compraventa ordinaria, que contempla la entrega de la cosa a cambio del precio, en el transcurso del tiempo surgieron nuevos tipos de transacciones en las que no se pretendía la entrega real (efectiva) de las mercaderías o títulos, sino la **liquidación de la diferencia entre el precio pactado y el precio que las mercaderías o títulos tuvieran en bolsa o mercado a determinada fecha...**”; conf. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio; op. cit., pag. 245.

<sup>39</sup> MARTEL, Julián (MIRO, José María) *La Bolsa*, Clásicos Argentinos, Ediciones Estrada, Buenos Aires, 1955.

<sup>40</sup> MARTEL, Julián; op. cit, pag. IX.

<sup>41</sup> Artículo 80 del Código de Comercio: “**Las especulaciones llamadas juegos de bolsa que consisten en las ventas y compras que no obligan a ninguna de las partes a la entrega y no deben resolverse sino por el pago de las diferencias** –de ahí lo de contratos diferenciales, como los llama la doctrina española- **entre el día de la compra y el día de la entrega son contratos ilícitos que no producen efecto legal**”

<sup>42</sup> Ley n 17.811.

<sup>44</sup> En la última década la expresión anglosajona *netting* ha sido objeto de un uso cada vez más frecuente entre quienes participan en el mercado financiero, hasta el punto que al igual que ha ocurrido con otras materias en sede de derivados financieros, cabe afirmar que la expresión ha adquirido un rango de tipicidad social, tipicidad que ha tenido finalmente reconocimiento legislativo en virtud de la **Directiva 96/10/CE** que, en su versión española, la ha traducido como **compensación contractual**, razón por la cual las expresiones *netting* y *compensación contractual* se utilizaran como sinónimos a nuestros efectos, sin que ello suponga necesariamente una identidad entre *el netting o compensación contractual* y el instituto de la compensación como mecanismo de extinción de las obligaciones contemplado en los artículos 818 y siguientes del Código Civil.- Por el contrario, bajo la institución del *netting* se engloban diversas realidades que abarcan desde la compensación convencional, hasta la novación, pasando por el instituto de la cuenta corriente comercial cuya causa y funciones no son susceptibles de reconducción hacia las reconocidas en nuestro ordenamiento a la compensación en tanto causa de extinción de las obligaciones. Por todos SANZ CABALLERO, Juan Ignacio; op. cit. , pag. 556 y ss.

El *netting* en lo ordinario -por cuanto involucra liquidar contratos bursátiles mediante diferencias- y en nuestro ámbito -hoy especialmente en los supuestos de default o incumplimiento de la otra parte- se erige como obstáculo insalvable para la instauración del mercado de derivados y pases en nuestro país.

El derecho extranjero se ha hecho eco de la necesidad imperante adecuando sus normativas en la materia.

Así, con anterioridad a 1995 se observan una serie de modificaciones en la legislación comparada tendientes a reflejar la facultad de “neteo” ante el incumplimiento de la contraparte. Tal es la prioridad dispensada para la validez legal de este instituto en los mercados, que al menos doce jurisdicciones han tomado -en ese tiempo- provisiones especiales, pese a su punto de vista diverso, en cuanto al “netting” en caso de insolvencia. Así,:

**Austria:**

22 of the Bankruptcy Act (Mandatory rescission of certain market contracts).

**Belgium:**

Article 157 of Law of April 19, 1993 (netting between credit institutions).

**Britain:**

Part VII of the Companies Act 1989 (applying mainly to certain recognised organisations and largely declaratory of existing netting law).

**Canada:**

65.1 (7) to (9) of the Bankruptcy Act, inserted in 1992, applying to certain financial contracts.

**Cayman Islands:**

Amended of December 1993 to Companies Law.

**France:**

Articles 1 and 2 of Law Nbr. 93-1444 of December 31, 1993, amending Law of March 28, 1885, on futures transactions.

**Germany:**

Section 18 of the Bankruptcy Act 1879 (mandatory rescission of certain market contracts). Article 15 (1) of the Second Financial Markets Promotion Act 1994 applying to financial forwards transactions.

**Italy:**

Article 76 of the Bankruptcy Act of 1942 (mandatory rescission of certain market contracts).

**Japan:**

Article 61 of the Bankruptcy Law (applying to exchange quoted merchandise),

**Netherlands:**

Section 38 of the Bankruptcy Act (mandatory rescission of certain market contracts).

**Sweden:**

Section 1 of Chapter V of the Financial Investments Trading Act, in force 1995.

**United States:**

Sections 555 and 556 of the Bankruptcy Code of 1978 (applying to certain market contracts); 212 of the Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of

1989 (applying to certain contracts of Federal Insured Banks and Saving Institutions); 1990 amendments to the Bankruptcy Code (applying to swaps); FDIC Improvement Act of 1991.

Un detallado análisis de cuanto antecede puede verse en Netting General Principles and Special Netting Statutes, hay publicación disponible, cuya fuente tomamos<sup>45</sup>.

Como no puede ser de otra manera, los requerimientos de enmienda se han ampliado a todos los países cuyos operadores pretenden la utilización de instrumentos financieros derivados. Solamente así el “Contrato Marco del ISDA” -International Swaps and Derivatives Association- puede cobrar la necesaria vigencia que lo torne operativo ante el incumplimiento de la contraparte para ejecutar las garantías dadas, sin caer en el régimen concursal que, desalienta la contratación con instituciones de lugares que no adecuen sus legislaciones internas.

Ello trae aparejado que se requiera con carácter previo y excluyente, a la operación, la obtención de opiniones favorables sobre la existencia del “neteo” que establezcan la factibilidad del mismo para la cancelación de las obligaciones contractuales (close-out netting) en caso de insolvencia, donde se deje constancia que es posible de ser ejecutable bajo las leyes de la jurisdicción correspondiente a cada contraparte. Si ésta, (en caso de ser Banco) tuviera varias sucursales (multibranch party) y se hubiese realizado un Acuerdo Marco para ellas (Multibranch Master Agreement) la entidad deberá disponer de una opinión legal para neteo aplicable a cada jurisdicción en donde estén establecidas las mismas y, donde se halle registrado el Acuerdo Marco.

Estos requerimientos son aplicables a cualquier institución que por disposiciones de su país de origen deba cumplir con los requerimientos de capital establecidos en el Acuerdo de Capital de Basilea<sup>46</sup>.

Actualmente ISDA dispone de treinta y un opiniones sobre “neteo”, “...veintiocho<sup>47</sup> de las cuales concluyen que el neteo entre varias sucursales<sup>48</sup> sería ejecutable bajo un Acuerdo Marco de ISDA (de 1987 ó 1992) que esté bajo las leyes de Nueva York o Inglaterra para la cancelación de obligaciones bilaterales (bilateral close-out netting). Existiendo opiniones de neteo de siete jurisdicciones adicionales<sup>49</sup>.

Las excepciones son Italia, España y Portugal.

Esta última ha adoptado una reciente legislación sobre “neteo” mediante el Decreto-ley 70/97 que fuera dictado el 17 de marzo de 1997, publicándose el 3 de abril del mismo año y se pronuncia en el sentido de asegurar la ejecutabilidad de las provisiones de “neteo”.

En cuanto a Italia existe una “... opinión legal preparada para ISDA según la cual las provisiones de neteo para cancelación contenidas en un Acuerdo Marco, como el Acuerdo Macro de ISDA serían ejecutables bajo la ley italiana en caso de insolvencia de una contraparte italiana...”. Sin embargo y, en particular, aún parece poco claro cuando “...las transacciones de derivados negociados privadamente caen bajo las provisiones de cancelación de la Ley de Quiebras de Italia y cuando las provisiones de

---

<sup>45</sup> WOOD, Philip R. *Title Finance Derivatives, Securitizations, Set-Off and Netting, Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, London 1995, particularmente págs. 151 y ss. y 165 y ss.

<sup>46</sup> El reconocimiento del neteo para propósitos de capital ha sido impuesto, a los países signatarios, por el Banco de Compensación Internacional (Bank for International Settlements) al modificar el Acuerdo de Capital de Julio de 1988, el 15 de Julio de 1994. Dicha enmienda establece cuanto aludimos. Fuente: MEMORANDO PARA LOS MIEMBROS DEL ISDA - Opiniones Legales sobre el Neteo de ISDA, del 12 de septiembre de 1997; Traducción facilitada por la CNV, Sub-Gerencia del Mercado de Futuros y Opciones del trabajo preparado por el Estudio Cravath, Swaine & Moore de Nueva York, para los miembros del ISDA.

<sup>47</sup> BELGICA, CANADA, REINO UNIDO, FRANCIA, ALEMANIA, ITALIA, JAPON, HOLANDA, SUECIA, SUIZA, EE.UU. (Grupo de los 10: G-10).

<sup>48</sup> MULTIBRANCH CLOSE-OUT NETTING: AUSTRALIA, ISLAS CAYMAN, DINAMARCA, HONG-KONG, INDONESIA, LUXEMBURGO, MALASIA, NUEVA ZELANDA, PORTUGAL, SINGAPUR, ESPAÑA, TAILANDIA.

<sup>49</sup> BERMUDA, IRLANDA, ANTILLAS HOLANDESAS, FILIPINAS, ESCOCIA, COREA DEL SUR, TAIWAN.

valuación sostenidas en el Código de Quiebras de Italia conducirían a una determinación diferente de un monto de cancelación respecto de la contemplada en los Acuerdos Marco...”. Existe por lo tanto suficiente incertidumbre.

En relación a España, las pretensiones del ISDA no serían por el momento ejecutables bajo el imperio de las leyes aplicables. Ahora bien, teniendo en cuenta la directiva sobre el neteo de la Unidad Europea (nos referimos a la Directiva 96/10/CE, del 21 de marzo de 1996, que modifica la Directiva 289/647/CEE en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades competentes de la compensación contractual) de capital importancia en materia de cuantificación de riesgos de contrapartida en operaciones financieras de swap y derivadas<sup>50</sup> y ante la “... desventaja comparativa que ello representa para los bancos de España en una economía globalizada, se impone inexcusablemente la ejecutabilidad de las provisiones de neteo bilaterales y entre varias sucursales en caso de insolvencia de una contraparte española. Atendiendo a dichos fundamentos, en marzo de 1997, se introdujo una modificación sobre “neteo” (Modificación # 38) en el Parlamento Español. La reciente legislación en la materia, da actualmente en España un vuelco de página sobre el particular<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Que en definitiva tiene una incidencia directa en el régimen de adecuación de capital, al permitir un tratamiento distinto del riesgo del que representan dichas operaciones, de aquél que se atribuye a los activos de riesgo tradicionales y, en virtud de la cual los derechos y obligaciones que por estas operaciones se ostenten frente a terceros no tendrán necesariamente que valorarse en la totalidad de su importe, sino sólo en aquella cantidad que represente un **neto** entre esos derechos y obligaciones, siempre que la legislación nacional ampare el mecanismo de compensación previsto para obtener ese resultado (**cosa que no sucede por el momento en España**). Como puede verse, la Directiva constituye un valioso elemento en materia de adecuación de capital, para las entidades de crédito de la Unión Europea. No obstante ésta exige, entre otros aspectos, para que las entidades de crédito puedan beneficiarse de sus disposiciones, que los derechos internos puedan garantizar determinados resultados en relación con el mecanismo de **compensación de riesgos de contrapartida (netting)**. Un pormenorizado análisis de esta Directiva puede verse en nuestro **REFLEXIONES EN TORNO A LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y LA IDONEIDAD DE LAS NORMAS CONTABLES TRADICIONALES PARA SU PUBLICIDAD**. Ponencia presentada a consideración de las Jornadas Internacionales de Derecho Comercial, II Encuentro Uruguayo-Argentino de Institutos de Derecho Comercial, Colonia del Sacramento, Uruguay, Mayo de 1997. En prensa.

<sup>51</sup> *El reconocimiento por el legislador del close-out netting ha supuesto un giro en la tradición concursal española vigente. Frente al criterio general dominante en el ámbito mercantil, ahora en sede de productos financieros derivados y a partir de unos argumentos que nada tienen que ver con los principios rectores del Derecho concursal, se reconoce la validez y eficacia de unos contratos cuyo efecto principal consiste precisamente en un efecto compensatorio de créditos y deudas, que son sustituidos por un único crédito y deuda en la masa de la quiebra, que no de la masa, como por error indica la ley 3/1994, de 14 de Abril, y continua manteniendo la ley 37/1994, de 16 de Noviembre (efectivamente, cabe distinguir entre acreedores en la masa o concursales que quedan sometidos al procedimiento de quiebra, por ser anteriores a su declaración; y acreedores de la masa, cuyos créditos nacen con posterioridad, a quienes no afecta lo que se decida en el procedimiento de quiebra y, sobre todo, la ley del dividendo, pues cobrarán su importe total en virtud del procedimiento conocido como prededucción) En primer lugar, nos encontramos a una excepción a los principios generales del derecho concursal español, excepción que viene a acompañar a las ya existentes en sede de hipotecas constituidas al amparo de la legislación aplicable al mercado hipotecario y a las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones. (...) **el mismo régimen excepcional es de aplicación, en méritos de la reciente reforma operada sobre el mercado de valores, sobre las operaciones de doble o con pacto de recompra que se realizaban en los mercados secundarios de valores**. Esta excepción se concreta, en la práctica, en el hecho que del reconocimiento de la compensación en estos supuestos deriva un privilegio de índole subjetiva por cuanto solo opera en beneficio de las partes de las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, y siempre que al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, o entidades no residentes autorizadas para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades o empresas; junto a este privilegio de índole subjetivo, existe un segundo privilegio, en este caso de índole material y también por la misma cuantía objeto de compensación, pues solo determinadas relaciones contractuales, las de instrumentos derivados y no otras –salvo las operaciones de doble y con pacto de recompra en mercados secundarios que, como se ha señalado, disfrutaban del mismo régimen normativo– son las que se incluyen el ámbito de aplicación de la norma legal, en el entendimiento que se consideraran a efectos de esta disposición instrumentos derivados las permutas financieras, las operaciones de tipos de interés a plazos, las opciones y futuros, las compraventas de divisas y cualquier combinación de las anteriores, así como las operaciones similares o de análoga naturaleza. De lo cual se deriva la utilización de la compensación como finalidad garantística y no de pago, circunstancia que encuentra su razón de ser, precisamente, en una especial relación de conexión entre los créditos y deudas objeto de la compensación, todos los cuales han nacido en virtud de contratos amparados por un mismo contrato marco, que funciona así como punto de conexión de las deudas compensables. En segundo lugar, operada la compensación, la única obligación legalmente exigible que resulta de dicho procedimiento, cuyo importe se corresponderá con el importe neto de la diferencia cuantitativa de los créditos y deudas sustituidos por la misma, quedará enteramente sometido al procedimiento de la quiebra, por lo que la parte acreedora deberá insinuar su crédito en la masa pasiva, quedando sometida al pago concursal en atención a los criterios fijados al respecto. (en suma...) **las entidades incluidas en el ámbito de aplicación subjetivo y material del apartado 4 de la Disposición Adicional séptima de la Ley 3/1994, disfrutaban en las situaciones de insolvencia de una de las contrapartes de un auténtico privilegio de origen legal por el importe de la cantidad objeto de la compensación, abriéndose así paso una brecha en los principios reguladores del derecho concursal al objeto de permitirle la posibilidad de compensación de***

Por lo demás, se evidencian futuras acciones tendientes a incrementar la certeza legal sobre el particular en análisis que estarían siendo llevadas a cabo en varios países, entre ellos:

**Australia:**

*Está considerando la adopción de una ley sobre cancelación y neteo que asegure la operatividad de las provisiones en caso de insolvencia de una contraparte australiana. Esta ley además aclararía la situación del neteo entre bancos y empresas de seguros, aplicándose a innumerables transacciones del mercado financiero.*

**Canadá:**

Con posterioridad a la adopción de la Ley de Compensación y Liquidación en 1996, *“...Canadá muy pronto adoptará modificaciones a la Ley de Quiebras y a la Ley de Acuerdo de Deudores...”* tendientes a reflejar, antes de fin de año, la normativa homogénea propuesta por ISDA para su Acuerdo Marco.

**Nueva Zelanda:**

*“...El Banco de la Reserva dictó en agosto de 1996 un informe en el cual exponía una propuesta de cambios al régimen de la insolvencia...”* tendiente a despejar la cuestión de la ejecutabilidad de los acuerdos de “neteo” cuando una empresa o sucursal local de entidad extranjera entra en liquidación.

**Suiza:**

Dispone de un nuevo régimen cuya vigencia opera desde el 1 de enero de 1997 despejando dudas en torno a la ejecutabilidad del neteo bilateral y multilateral bajo las leyes de su país, aplicable a una frondosa lista de transacciones de derivados. ISDA ha recibido *“...una carta de junio de 1997 por la cual la Comisión de Bancos de Suiza ha confirmado al Banco Central de Suiza que los acuerdos de neteo... bajo Acuerdos Marco de ISDA son ejecutables bajo la ley suiza.* Idéntico pronunciamiento se ha recibido de los representantes de la Asociación de Entidades Fiduciarias de Suiza.

**Estados Unidos de América:**

Está evaluando una legislación adicional sobre quiebras que *“... Mejorará la certidumbre legal existente debido a modificaciones realizadas al Código de Quiebras en 1990, a la Ley de Seguro de Depósitos Federal de 1989 y a la adopción de la Ley Federal de Seguro de Depósitos de Empresas de 1991.*

**Austria:**

Puso en vigencia con fecha 1 de enero de 1997 una nueva legislación relativa al neteo de entidades financieras aplicables a gran variedad de transacciones con derivados, y a operaciones de recompra y de préstamos de títulos valores. Se pronuncia expresamente, la nueva ley, en el sentido que *“...serían ejecutables en un procedimiento de quiebra contra una contraparte austríaca las previsiones de neteo para rescisión y cancelación de obligaciones. Además, en una modificación más reciente a las leyes de insolvencia y bancos de Austria que entró en vigencia el 1 de octubre de 1997 se dejará sin vigencia la tan cuestionada “regla de la hora cero” (zero hour rule) por la cual se asegura que una declaración de quiebra no tenga efectos retroactivos en transacciones realizadas entre la contraparte insolvente austríaca con anterioridad a esa declaración...”*

---

**deudas en situaciones de quiebra, excepción que favorecerá notablemente la contratación internacional de las entidades españolas** (la negrita es nuestra) *poniendo punto final a un estado de opinión contrario en el ámbito internacional, dada la hostilidad tradicional de los tribunales españoles a la aceptación de la compensación en situaciones de insolvencia. Sobre cual sea el fundamento de dicho privilegio, (...) ha de deducirse que no es otro que la necesidad de proteger y asegurar una acreditada solvencia por las entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión, dada su importancia para el buen funcionamiento del sistema financiero en general. conf.: SANZ CABALLERO, Juan Ignacio; op. cit. pag.581 y ss.*

**Finlandia:**

*“...La nueva legislación relativa al neteo entró en vigencia el 1 de julio de 1997. Las nuevas provisiones reconocen expresamente el neteo en situaciones de quiebra y reorganizaciones de bancos y empresas.*

**Noruega:**

Una nueva legislación que contempla el “neteo” de reclamos financieros tiene inminente entrada en vigencia, con aplicación a una vasta gama de transacciones con derivados que proveen dicha facultad para cancelar obligaciones ante la eventual insolvencia de una contraparte noruega donde, podrán ser ejecutables.

**México:**

ISDA juntamente con EMTA (Emerging Markets Traders Association) están tratando de adecuar la legislación interna de este país a una “Norma Modelo de Neteo” para mercados emergentes que, *“... en caso de ser adoptada por una jurisdicción particular aseguraría la ejecución de los dos tipos de neteos en análisis , tanto el bilateral como el de sucursales. En tal sentido, se estudia y respalda una iniciativa local tendiente a reformar la Ley de Quiebras con marcado hincapié en el tema del netting. “...A fin de discutir los cambios necesarios, en particular aquellos que merece la Ley de Quiebras y de Suspensión de Pagos del 20 de abril de 1943, ISDA se reunió con oficiales del Gobierno, conjuntamente con miembros del BID, de EMTA y de Asociaciones Bancarias locales y extranjeras en octubre del corriente año donde expuso sus puntos de vista en una conferencia sobre Derivados y Manejo del Riesgo en México.*

**Polonia, Brasil, República Checa y Rusia** en Europa Central/Oriental, están siendo objeto de un tratamiento particular, en tanto **mercados emergentes**, similar al que hubo de dispensarse a México para orientar su legislación interna conforme el Contrato Marco. Similar es la categorización que se propugna respecto de la **Argentina** y que por razones metodológicas, será tratada en el punto siguiente.

**Holanda, Suecia, Bélgica, Islas Cayman, Reino Unido, Francia, Hong-Kong, Indonesia, Japón, Singapur, Bermuda, Dinamarca, Irlanda, Antillas Holandesas, Filipinas, Escocia, Sud Africa, Sur Corea y Taiwán, Alemania, Malasia y Tailandia** contemplan algún tipo de revisión o ajuste a su legislación sobre insolvencia orientada en esta materia.

## **6 - Los Derivados y el Derecho interno. Reforma proyectada.**

Como ya hemos analizado en precedentemente<sup>52</sup> la factibilidad de la instalación, desde el punto de vista legal de los derivados en la Argentina, estaba supeditada a alguna interpretación del art. 25 de la Ley 17.811<sup>53</sup> que encontraba fundamento en la prohibición de los “*juegos de Bolsa*” que tan bien describen en sus obras, tanto MARTEL como WEBER.

Por ese motivo alentamos expresamente la derogación del mencionado artículo<sup>54</sup> toda vez que, aparece como un escollo para el desarrollo del mercado de derivados sin encontrar fundamento práctico alguno, en las operaciones bursátiles de la actualidad, que justifique su vigencia.

---

<sup>52</sup> Véanse también nuestros trabajos: *DERIVATIVES Normas Técnicas II* y *DERIVATIVES Normas Técnicas III*. Op. cit.

<sup>53</sup> Ley 17.811 COMISION NACIONAL DE VALORES - OFERTA PUBLICA DE TITULOS VALORES, BOLSAS Y MERCADOS (B.O. 22-VII-1968) art. 25 “*Las operaciones de Bolsa deben concertarse para ser cumplidas. Las partes no pueden sustraerse a su cumplimiento invocando que tuvieron intención de liquidarlas mediante el pago de diferencias entre los precios que se registren al tiempo de la concertación y al de la ejecución.*

<sup>54</sup> Véase en nuestro *DERIVATIVES Normas Técnicas II*, op. cit.

Lo concreto es que las partes no pueden sustraerse al cumplimiento de sus obligaciones invocando que tuvieron la intención de liquidarlas mediante el pago de las diferencias entre los precios que se registran entre el tiempo de concertación y el de ejecución.

Si lo vemos bien, este artículo no es un inconveniente porque se refiere a una operación firme y no puede alegarse que se tenía la intención de sobreliquidarla por diferencias, es decir, la operación ya había nacido. Por ello, un contrato que opera sobre el flujo de mercados o diferencias, no está queriendo no cumplir la obligación como dice el art. 25 que cuestionamos.

De todas maneras se ha generado algún tipo de duda.

Otro de los artículos de la ley 17.811 que se relaciona con los derivados en situación de insolvencia, es el art. 53 que dice: *“Cuando un Mercado de Valores garantice el cumplimiento de las operaciones, debe liquidar las que tuviere pendiente el agente de bolsa declarado en quiebra. Si de la liquidación resultase un saldo a favor del fallido, lo depositará en el juicio de quiebra”*.

Es decir, que aquí tenemos un sistema de liquidación por quiebra, y de establecimiento de un saldo general de las operaciones del agente, pero, esto se da -repetimos-, en un Mercado, y en una Bolsa y cuando el primero adhiere garantías. Ninguno de estos aspectos se contempla en la operatoria diaria de los instrumentos derivados que son fuera de mercado -por ello su calificación de Over The Counter- y en nuestra legislación adolecen de garantías.

En cuanto a la legislación concursal propiamente dicha, surge el inconveniente, similar al Capítulo XI de la legislación americana, de la potestad que da al concursado el art. 20 de la Ley 24.522, de elegir qué contratos continúa y cuáles no para lo cual, debe ser autorizado por el juez del concurso.

Esta facultad de la parte insolvente de resolver la continuidad o no o, la posibilidad de elegir entre un contrato u otro, interpretado en conjunción con el art. 130 de la aludida normativa, que restringe el ámbito de aplicación de la compensación<sup>55</sup> cuando se ha operado antes de la declaración de la quiebra, con lo cual, decretada ésta, ya no se podrían compensar saldos favorables de algunas operaciones con saldos desfavorables de otras. Con la consecuente engorrosidad de estar reclamando acreencias por un lado como créditos verificados en el concurso y, abonando separadamente los créditos que tuviera el fallido contra la parte no concursada; lo cual representa un verdadero inconveniente para el funcionamiento de estos instrumentos.

Otro aspecto a tener en cuenta, es el art. 153 en materia de concursos, referido a los Contratos a Término, que de alguna manera importa la imposibilidad de la liquidación automática de las operaciones que, interpretado conjuntamente con el art. 130 que habla de “no compensar”<sup>56</sup>, impedía que ambos fenómenos se produjeran: la liquidación automática y la compensación entre operaciones.

Sin embargo, tenemos algo que ya existe en la legislación argentina y creemos es un avance importantísimo en la materia. Nos referimos a la Ley de Presupuesto 24.764 que modificó la Ley Permanente de Presupuesto facultando en su art. 8<sup>o</sup><sup>57</sup> al Estado, cuando éste es parte, y ante la

---

<sup>55</sup> Véase nuestra nota 44, de interés sobre el ámbito de aplicación de la compensación.

<sup>56</sup> Remitimos a nota 44.

<sup>57</sup> Ley 24.764 del 18/12/96, artículo 8º *Agregase al artículo 46 de la ley Nº 11.672. complementaria permanente de presupuesto (t. o. 1996) lo siguiente:*

*Cuando en alguna de dichas operaciones la contraparte de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de la Nación, se encontrare sujeta a cualquiera de los procedimientos regidos por la ley 24.522 o los previstos en los artículos 34, 35 bis, 44, 48, 50 y siguientes de la ley 21.526 y sus modificatorias y al cual fueran aplicables las disposiciones de la ley 24.522 no serán de aplicación:*

i) *El artículo 118 inciso 3 de la ley 24.522 respecto y en la medida de garantías adicionales constituidas por la contraparte del estado con posterioridad a la celebración de una o mas operaciones debido a la variación del valor de mercado del o los activos a los cuales se refieren tales operaciones si la obligación de constituir tales garantías adicionales hubiera sido acordada antes o en oportunidad de la celebración de la o las operaciones respectivas.*

insolvencia de la contraparte a que no se afecten las liquidaciones de las operaciones oportunamente pactadas con el primero, ni la compensación entre las distintas operaciones ni, la validez de las garantías o refuerzos de garantías que se hubieran dado aún en período de sospecha, siempre y cuando estuvieran pactados originariamente y por órdenes naturales a las operaciones en el mercado.

Es decir que, en alguna medida, el Estado se está adaptando a los beneficios que el mercado general, el mercado global, le está imponiendo.

Si lo que hoy se quiere es ver de qué manera se puede asegurar que no existan normas que impidan sobre todo en situación concursal, que las operaciones se liquiden si están pactadas, la liquidación al momento del concurso o quiebra y se compensen las de sentido diferente y, finalmente, se proteja la constitución de las garantías y, eventualmente, los refuerzos de éstas que hayan de darse en función de las variaciones de los parámetros subyacentes tomados como base durante la vida del contrato.

Esto en alguna medida está reflejado en el proyecto de reforma para adecuar la legislación argentina en torno a los requerimientos internacionales, pues estamos en un mercado necesariamente integrado donde la desarmonía de algunos de sus miembros lo margina, constituyéndolo en exportador de oportunidades financieras. Esto es precisamente cuanto está sucediendo en esta materia.

Por ello es visionaria la propuesta de reforma que, entendemos, refleja estas inquietudes en sentido favorable a la operatividad de los instrumentos financieros derivados, con la salvedad que el mismo derogaba el art. 25 de la Ley 17.811 por entenderlo innecesario, interpretación que no encontró eco en la Comisión Nacional de Valores quien sosteniendo que no era obstáculo para el desarrollo de derivados y pases, no lo propuso en su elevación.

Creemos que aquí quedo una asignatura pendiente. Sería de buena practica legislativa armonizar criterios y no dejar vigentes normas de sentido contrario, que vedan -expresa y categóricamente- la utilización de cuanto por medio del proyecto se propugna.

Este proyecto tiene, no sólo el consenso de ISDA y EMTA, sino el de la propia Comisión Nacional de Valores -que ya lo ha elevado al Ministerio de Economía para su sanción- unido al apoyo de importantes instituciones como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, las Asociaciones de Bancos ADEBA y ABRA entre otros.

Concretamente, el proyecto consiste en establecer tres principios básicos en torno al tema que nos ocupa.

Una modificación al art. 20 de la Ley de Concursos. ¿Qué pasa con los contratos de derivados?: Si los contratos de derivados y de pase están bajo un contrato en el cual se pueden resolver esos contratos y liquidarse en vías del concurso, ese contrato es respetado y consecuentemente se produce, a pedido de la otra parte, la liquidación al día del concurso.

Por otro lado, si hay varias operaciones pendientes al mismo tiempo, todas se liquidan, salvo que las partes hubieran convenido mantener una o varias de ellas; en caso contrario se liquidan todas las operaciones, no solamente una o varias sino que en principio todas. Se exime en caso que hubiera acuerdo para continuar alguna operación por ambas partes, cosa que como sabemos requerirá autorización judicial.

---

ii) *Los artículos 20, 130, 144 y 145 de la ley 24.522, permitiendo el ejercicio por parte del Estado de sus derechos contractuales a rescindir anticipadamente tales operaciones , a efectuar compensaciones de créditos y debidos recíprocos a los valores acordados contractualmente por las partes y a ejecutar las garantías correspondientes. Asimismo, dentro de las facultades otorgadas por el presente artículo, la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de la Nación, podrá realizar operaciones de cesión y/o disposición de créditos contra particulares provenientes de créditos devengados o facilidades de pago de deudas fiscales o provisionales mediante cualquier modalidad aceptada en los mercados financieros del país o del exterior. Estas operaciones no se consideraran operaciones de crédito publico y por lo tanto no se hallan sujetas a los límites impuestos por el artículo 60 de la ley 24.156".*

Finalmente, el tercer principio es el principio que el saldo es saldo neto, es decir, se compensan las operaciones de signo inverso en cuanto a los valores a una u otra parte que pudiera haber entre las mismas partes de las mismas operaciones.

Otro aspecto importante es la determinación, identificación o definición en torno a la categorización de los instrumentos derivados.

Por cierto identificar uno por uno implica cristalizar y pedirle cambios al futuro; por el contrario, no es sencillo obtener una definición genérica que pueda comprenderlos a todos. Por este motivo, los contratos o instrumentos que van a ser objeto de este tratamiento particular dentro de la normativa falencial Argentina, serán oportunamente definidos de manera genérica por la Comisión Nacional de Valores.

También se ha proyectado, alguna modificación al artículo de la Ley de Quiebras de similar contenido respecto del concurso preventivo, y, básicamente en los aspectos que han quedado señalados es decir, la posibilidad de las partes bajo un contrato que permite su rescisión por el concurso o por una quiebra de rescindir el contrato. La rescisión de la totalidad de los contratos, bajo el mismo contrato o bajo otros contratos -que hayan derivados o pases- y la posibilidad de mantener alguno eventualmente y, finalmente, la compensación de las sumas de crédito o débito que empleaba la otra parte por la totalidad de los contratos celebrados.

En último término y, no menos importante, se prevé la no aplicación de otros principios de la Ley de Concursos y Quiebras en cuanto hacen a la validez de las garantías, aún cuando estuviesen en período de sospecha. O sea que, garantías o reembolsos de garantías, en caso de ser necesarias, deben liquidarse de acuerdo con el contrato original siendo, dichas garantías o refuerzo de las mismas válidos y operantes respecto de la quiebra pudiendo ejecutarse los saldos de las operaciones liquidadas -como ya se ha mencionado- respecto de esas garantías.

Se excluyen por lo tanto de las normas ordinarias, de revocación de la quiebra y de solución de los contratos, los contratos de derivados, facultándose también en este caso a la CNV a la regulación o identificación de cuáles habrán de ser sometidos a dicha normativa.

En ese mismo orden de ideas, el hecho de disponer de un *Proposed Amendments to the Bankruptcy Code* de fecha Septiembre 24 de 1997 dirigido a la Comisión Nacional de Valores (CNV) por EMTA, sugiere algunas pautas<sup>58</sup> ajustadas a cuanto ha quedado expuesto que, parecen direccionar el Proyecto elevado.

Tal parece ser también cuanto surge del voucher EMTA IN ARGENTINA y, en relación, a the Emerging Market Netting: *"EMTA, in collaboration with ISDA, ISMA and PSA, will be looking at bankruptcy netting reform in several jurisdictions, including Argentina, where proposed legislation has been drafted- The enforceability of netting provisions in bankruptcy is essential to liquidity in cross-border repo<sup>59</sup> and derivatives markets.*

Siguiendo ahora la traducción oportunamente facilitada por la Sub Gerencia de Mercados de Futuros y Opciones de la CNV -en cuanto se refiere al Memorándum del 12 de septiembre de 1997 y, en particular- en relación a la Argentina podemos concluir que *"...ISDA en conjunto con EMTA está trabajando con la Comisión Nacional de Valores (CNV) en el desarrollo de un mercado de derivados local. Los aspectos a considerar por la CNV incluyen normas sobre el neteo y márgenes, la*

---

<sup>58</sup> Unfortunately, there is considerable uncertainty regarding the enforceability of these contractual netting arrangements under current Argentina law. This uncertainty tends to discourage global market participants from expanding their transactional activities with counterparties in Argentina, and deprives Argentinian entities of both the benefits of greater transaction volumes with global market participants and the benefits from contractual netting arrangements in connection with transactions with other Argentinian entities in the local marketplace.

<sup>59</sup> Así denomina al pase. Véase nuestra nota 24.

compatibilidad de la legislación argentina con los Acuerdos Marcos de ISDA, la definición del tratamiento impositivo de derivados<sup>60</sup>, la implementación de normas contables para derivados<sup>61</sup> y la creación de un sistema electrónico de transferencias de fondos para mantener los costos operativos bajos”.

En relación al neteo en particular, ISDA ayudó a la CNV a preparar el proyecto de modificaciones a la Ley de Quiebras Argentina, de fecha 26 de agosto de 1997.

ISDA entiende que si la Ley de Quiebras argentina se modifica en el sentido y con el alcance previsto en el proyecto, dicha ley permitirá y asegurará, en una situación de falencia, el neteo para una gran gama de transacciones y la ejecutabilidad de las provisiones sobre resolución y neteo para cancelación de obligaciones de un Acuerdo Marco, tal como el de ISDA. ISDA está conforme porque la Argentina ha proyectado legislación sobre neteo, que en caso de ser sancionada, aumentará el grado de ejecutabilidad de las transacciones de derivados en Argentina. ISDA espera que el proyecto sea adoptado y en consecuencia sancionado en su actual estado.

“De cumplirse las expectativas favorables pronosticadas por ISDA y, de las que dan cuenta los párrafos precedentes, el mercado argentino de “derivatives” y “pases”, será una realidad próxima”, escribimos ambiciosos allá por 1997<sup>62</sup>.

Hoy continuamos aguardando los tiempos legislativos, que distan de ser compatibles con los requerimientos del entorno económico de la República.

El Proyecto de Ley que esbozáramos precedentemente -que para mayor detalle reproducimos<sup>63</sup>- espera su turno en los pasillos del Congreso Nacional, a tanto, los operadores no pueden continuar aguardando.

---

<sup>60</sup> Por caso “Las opciones financieras pueden ser utilizadas para generar perdidas ficticias y desplazar hacia ejercicios sucesivos los incrementos de patrimonio: basta con tomar en el mercado de opciones dos posiciones recíprocas o contrarias y deshacer la perdedora antes del final del año; de hecho no se pierde nada porque la pérdida esta cubierta por el beneficio obtenido en la otra posición, que no se realizara hasta el ejercicio siguiente. Tampoco es difícil convertir plusvalías especulativas de acciones en plusvalías a largo plazo mediante la compra de una opción de venta sobre dichas acciones. Incluso determinados rendimientos de trabajo pueden escapar al impuesto con una adecuada planificación fiscal basada en las opciones financieras: los incentivos de productividad pagados a los administradores o altos directivos de la empresa pueden adoptar la forma de venta o donación de opciones sobre las acciones de la sociedad, evitando incluso el computo de renta en especie mediante la contratación de un futuro unido a un floor. conf. VILAROIG MOYA, Ramón La tributación de las Opciones Financieras, Aranzadi Editorial, Pamplona, 1998, pag. 30 y ss.

<sup>61</sup> Véanse entre otros, nuestros trabajos *ALGUNAS CUESTIONES INTREDICIPLINARIAS SOBRE TEMAS CONTABLES, TRIBUTARIOS Y DERIVADOS DEL USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS I y DERIVATIVES Normas Técnicas II, DERIVATIVES Normas Técnicas III* y en particular nuestro reciente estudio sobre las nuevas disposiciones de aplicación obligatoria en el país a partir del 30 de marzo de 2000, esto es la “U.S. GAAP – S.F.A.S. 133 Accounting for derivative instruments and hedging activities”, en nuestra: Breve síntesis de los mas recientes aportes internacionales para la tutela de terceros, en materia de derivados financieros, op. cit. pag. 410 y ss.

<sup>62</sup> Véase MANGOLD MORO, Federico Juan Manuel, *Demanda de Verificación de Créditos por SWAP sobre tasa de Interés*, en Derecho Concursal Argentino e Iberoamericano, Tomo IV, Editorial Ad. Hoc, Buenos Aires, 1998, pag. 48 y ss.

## **I - PROYECTO DE LEY**

### **EL SENADO Y CÁMARA DE DIPUTADOS DE LA NACIÓN ARGENTINA (...)**

**ARTÍCULO 1.** Sustitúyese el artículo 20 de la Ley 24.522 por el siguiente:

**Artículo 20.** *Contratos con prestación recíproca pendiente. El deudor puede continuar con el cumplimiento de los contratos en curso de ejecución cuando hubiere prestaciones recíprocas pendientes. Para ello debe requerir autorización del juez, quien resuelve previa vista del síndico. La continuación del contrato autoriza al contratante a exigir el cumplimiento de las prestaciones adeudadas a la fecha de presentación en concurso bajo apercibimiento de resolución.*

*Las prestaciones que el tercero cumpla después de la presentación en concurso preventivo, y previo cumplimiento de lo dispuesto en este precepto, gozan del privilegio previsto por el artículo 240. La tradición simbólica anterior a la presentación, no importa cumplimiento de la prestación a los fines de este artículo.*

*Sin perjuicio de la aplicación del artículo 753 del Código Civil, el tercero puede resolver el contrato cuando no se le hubiere comunicado la decisión de continuarlo, luego de los TREINTA (30) días de abierto el concurso. Debe notificar al deudor y al síndico.*

---

*Derivados y pases: en la medida en que se haya acordado contractualmente, las disposiciones de esta ley no afectan el derecho de la parte no concursada a rescindir anticipadamente o exigir el cumplimiento anticipado de la totalidad de los contratos de derivados y de pase celebrados con el concursado comprendidos en tales disposiciones contractuales, y a compensar los créditos y débitos recíprocos resultantes de los contratos de derivados y de pase exigibles anticipadamente. Los mecanismos de rescisión y exigibilidad anticipadas, y de determinación de los montos adeudados como consecuencia de los mismos, se rigen por las disposiciones contractuales de los acuerdos marco aplicables. La documentación de los distintos contratos de derivados y de pase, y otros contratos regidos bajo un mismo contrato normativo, no limita los derechos de la parte no concursada previstos en este artículo respecto de los contratos de derivados y de pase. Salvo por lo dispuesto expresamente en este párrafo, no se aplican a estos contratos las disposiciones de los párrafos precedentes de este artículo .El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá enunciar los contratos de derivados y pases comprendidos por este artículo y cuando una de las partes sea una entidad financiera, y/o sus controladas, podrá exigir formalidades –incluso registrales- y contenidos mínimos de uso obligatorio para que tengan lugar los efectos referidos precedentemente entre las partes.*

*Contratos de trabajo. La apertura del concurso preventivo deja sin efecto los convenios colectivos vigentes por el plazo de TRES (3) años, o el cumplimiento del acuerdo preventivo, el que fuere menor.*

*Durante dicho plazo las relaciones laborales se rigen por los contratos individuales y la Ley de Contrato de Trabajo.*

*La concursada y la asociación sindical legitimada negociarán un convenio colectivo de crisis por el plazo del concurso preventivo, y hasta un plazo máximo de TRES (3) años.*

*La finalización del concurso preventivo por cualquier causa, así como su desistimiento firme impondrán la finalización del convenio colectivo de crisis que pudiere haberse acordado, recuperando su vigencia los convenios colectivos que correspondieron.*

*Servicios públicos. No pueden suspenderse los servicios públicos que se presten al deudor por deudas con origen en fecha anterior a la de la apertura del concurso. Los servicios prestados con posterioridad a la apertura del concurso deben abonarse a sus respectivos vencimientos y pueden suspenderse en caso de incumplimiento mediante el procedimiento previsto en las normas que rigen sus respectivas prestaciones.*

*En caso de liquidación en la quiebra, los créditos que se generen por las prestaciones mencionadas en el párrafo anterior gozan de la preferencia establecida por el artículo 240.*

**ARTÍCULO 2.** Sustitúyese el artículo 138 de la Ley Nro. 24.522 por el siguiente:

*Bienes de terceros. Cuando existan en poder del fallido bienes que le hubieren sido entregados por título no destinado a transferirle el dominio, los terceros que tuvieren derecho a la restitución pueden solicitarla, previa acreditación de su derecho conforme con el Artículo 188. El reclamante puede requerir medidas de conservación del bien a su costa y el juez puede disponer entregándose en depósito mientras tramita su pedido. El derecho a que se refiere este artículo no puede ejercitarse si de acuerdo con el título de transmisión, el fallido conserva la facultad de mantener el bien en su poder y el juez decide, a pedido del síndico o de oficio, continuar en esa relación a cargo del concurso.*

*No estarán sujetos al cumplimiento de los procedimientos establecidos en los párrafos anteriores los comitentes de un depositante de la Ley Nro. 20.643, fallido. Los títulos valores en depósito colectivo acreditados por cajas de valores, en subcuentas de comitentes terceros, no integran los bienes del fallido y se regirán , a todo los efectos y sin necesidad de declaración previa alguna, conforme lo establecido en la ley Nro. 20.643 y sus normas reglamentarias.*

**ARTÍCULO 3.** Sustitúyese el artículo 153 de la Ley Nro. 24.522 por el siguiente:

*Derivados y Pases. En la medida en que se hay acordado contractualmente las disposiciones de esta ley no afectan el derecho de la parte no fallida a rescindir anticipadamente o exhibir el cumplimiento anticipado de la totalidad de los contratos de derivados y de pase celebrados con el fallido, comprendidos en tales disposiciones contractuales, y a compensar los créditos y débitos recíprocos resultantes de los contratos de derivados y de pase exigibles anticipadamente. Los mecanismos de exigibilidad anticipada y de determinación de los montos adeudados como consecuencia de los mismos, se rigen por las disposiciones contractuales aplicables. La documentación de los distintos contratos de derivados y de pase, y otros contratos regidos bajo un mismo contrato normativo, no limita los derechos de la parte no fallida previstos en este artículo respecto de los contratos de derivados y de pase.*

*La parte no fallida o los terceros a favor de los cuales se constituyan garantías respecto de tales contratos, o del saldo neto resultante, pueden ejecutar tales garantías por el saldo neto adeudado a la fecha de la rescisión o exigibilidad anticipada bajo los contratos con garantías, Dicha ejecución no puede exceder el monto del saldo neto adeudado por la parte fallida bajo la totalidad de los contratos de derivados y de pase con garantía exigibles anticipadamente celebrados con una misma parte.*

*No son aplicables los artículos 130,143,,, 144 y 145 en cuanto limiten el ejercicio por la parte no fallida de sus derechos de rescisión anticipada y compensación previstos en este artículo. Tampoco es aplicable el artículo 118, inciso 3, respecto de la eficacia y ejecución de las garantías –incluyendo las garantías adicionales- constituidas con posterioridad a la celebración de uno o más contratos debido a la variación del valor de los activos o de los parámetros utilizados para determinar las relaciones de las partes bajo tales contratos, o de los activos sobre los cuales se constituyan las garantías, siempre que la obligación de constituir tales garantías –incluyendo las garantías adicionales- haya sido acordada antes o en oportunidad de la celebración de los contratos respectivos.*

*EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá enunciar los contratos de derivados y pases comprendidos por este artículo y, cuando una de las partes sea una entidad financiera y/o sus controladas, podrá exigir formalidades – incluso registrales- y contenidos mínimos de uso obligatorio para que tengan lugar los efectos referidos precedentemente en este artículo entre las partes.*

*Contrato a término. De no mediar el acuerdo marco contractual previsto en el párrafo precedente, la quiebra de una de las partes de un contrato a término, producida antes de su vencimiento, acuerda derecho a la otra a requerir la verificación de su crédito por la diferencia a su favor que exista a la fecha de la sentencia de quiebra. Si a esa época existe diferencia a favor del concurso el contratante no fallido sólo está obligado si a la fecha del vencimiento del contrato a término existe*

---

diferencia en su contra. En este caso debe ingresar el monto de la diferencia menor, optando entre la ocurrida al término de la quiebra o al término contractual. Si no existen diferencias al momento de la quiebra, el contrato a término se resuelve de pleno derecho sin adeudarse prestaciones.

**ARTÍCULO 4.** Incorpórase como cuarto párrafo al artículo 49 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, texto según Ley Nro. 24.144, el siguiente:

*Derivados y Pase. En la medida en que se haya acordado contractualmente, la suspensión de operaciones no afectará el derecho de la contraparte de la entidad suspendida a rescindir anticipadamente o exigir el cumplimiento anticipado de la totalidad de los contratos de derivados y de pase celebrados con la entidad suspendida, comprendidos en tales disposiciones contractuales, y a compensar los créditos y débitos recíprocos resultantes de los contratos de derivados y de pase rescindidos o exigibles anticipadamente. Los mecanismos de rescisión y exigibilidad anticipada, y de determinación de los montos adeudados como consecuencia de los mismos, se rigen por las disposiciones contractuales aplicables. La documentación de los distintos contratos de derivados y de pase, y otros contratos regidos bajo un mismo contrato normativo, no limita los derechos de la contraparte de la entidad suspendida previstos en el presente artículo respecto de los contratos de derivados y de pase. Los efectos previstos en el segundo párrafo del presente artículo se producirán sólo respecto del saldo neto a favor de la contraparte de la entidad suspendida que pudiera resultar de la aplicación de los mencionados mecanismos contractuales.*

*EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá enunciar los contratos de derivados y pase comprendidos por este artículo y, cuando una de las partes sea una entidad financiera y/o sus controladas, podrá exigir formalidades – incluso registrales- y contenidos mínimos de uso obligatorio para que tengan lugar los efectos referidos en el párrafo anterior entre las partes.*

**ARTICULO 5.** Incorporase a continuación del segundo párrafo al art. 48 de la Ley Nro. 21.526 el siguiente:

*Derivados y Pase. En la medida en que se haya acordado contractualmente, la revocación de la autorización para funcionar no afectará el derecho de la contraparte de la ex entidad a invocarla, rescindir anticipadamente o exigir el cumplimiento anticipado de la totalidad de los contratos de derivados y de pase celebrados con la ex entidad, comprendidos en tales disposiciones contractuales, y a compensar los créditos y débitos recíprocos resultantes de los contratos de derivados y de pase rescindidos o exigibles anticipadamente. Los mecanismos de rescisión y exigibilidad anticipadas, y de determinación de los montos adeudados como consecuencia de los mismos, se rigen por las disposiciones contractuales aplicables. La documentación de los distintos contratos de derivados y de pase, y otros contratos regidos bajo un mismo contrato normativo, no limita los derechos de la contraparte de la ex entidad previstos en el presente artículo respecto de los contratos de derivados y de pase.*

*EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá enunciar los contratos de derivados y pase comprendidos por este artículo y, cuando una de las partes sea una entidad financiera y/o sus controladas, podrá exigir formalidades – incluso registrales- y contenidos mínimos de uso obligatorio para que tengan lugar los efectos referidos en el párrafo anterior entre las partes.*

**ARTICULO 6.** Suprímese el primer párrafo del art. 46 de la Ley Nro. 21.526.

**ARTICULO 7.** Deróganse los tres primeros párrafos agregados por el artículo 8 de la Ley Nro. 24.764 al artículo 46 de la Ley Nro. 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto.

**ARTÍCULO 8.** Comuníquese al PODER EJECUTIVO NACIONAL. Firmado: RUGGERO PRETO - SENADOR DE LA NACIÓN

## II - FUNDAMENTOS

Sr. Presidente:

Sometemos a consideración de la Honorable Cámara este proyecto modificatorio de las leyes nros. 11.672; 21.526; 24.144 y 24.522, a través del cual propiciamos un nuevo esquema normativo para el desarrollo de un mercado local de instrumentos financieros derivados, que entendemos contribuirá decididamente al crecimiento de la economía nacional y a la condición de las empresas frente a los mercados de capital.

El incremento de la volatilidad en un mundo donde el comercio de bienes y el flujo de capitales entre distintos países cobra mayor relevancia, implicó un aumento significativo también en el riesgo financiero asumido por las empresas en el marco de su actividad. Ante tales hechos la rentabilidad de las firmas pasó a depender sensiblemente de factores ajenos a su control.

Frente a tal situación las empresas debieron tomar una medida para predecir dichas fluctuaciones o protegerse de las mismas.

El sistema financiero proveyó tal mecanismo a través de los instrumentos llamados “derivados”.

Un *instrumento financiero derivado* es cualquier instrumento financiero cuyo valor es una función de otras variables que son, en cierta medida, más importantes.

La gama de aplicaciones de los instrumentos financieros derivados abarca todas las áreas de actividad financiera en una empresa. La mayor parte de estos usos son operaciones financieras de cobertura o transformación del riesgo de mercado, ya sea para eliminar riesgos de movimientos adversos en la tasa de interés; el precio de una materia prima que resulta un insumo crítico o de un producto que comercializa el productor; el nivel de Bolsa; el precio de una divisa extranjera en que una empresa exporta o ha emitido deuda; o cualquier otra variable exógena que afecte los resultados de una empresa o particular.

Teniendo en cuenta el factor del riesgo, los derivados pueden ser divididos en tres grupos.

El primero de ellos tiene por objeto la eliminación del impacto de la volatilidad y se conforma por los *contratos a término* y los *futuros*.

El segundo conjunto de derivados apunta solamente a neutralizar los efectos negativos de las fluctuaciones, eso se logra a través de los *contratos de opciones*.

---

El tercer y último grupo son los llamados "swaps". Estos contratos implican el acuerdo de dos partes para intercambiar flujos de fondos según una fórmula determinada.

A través de estas tres clases de instrumentos es factible eliminar total o parcialmente un riesgo o incluso canjearlo por otro más conveniente.

La cobertura de riesgos asociados a actividades comerciales e industriales y el acceso a un financiamiento más económico se traduce en una reducción de costos de productos y servicios, beneficiando de este modo a los consumidores finales de los mismos y, en definitiva, a la economía en general.

Asimismo, las operaciones con productos derivados constituyen un instrumento para la protección de la industria y el comercio, pues pueden mitigar y, en ocasiones, neutralizar los efectos de las fluctuaciones en los precios de insumos y productos financieros.

La República Argentina ha experimentado las consecuencias de la llamada "globalización", en algunos casos obteniendo beneficios y en otros sufriendo las consecuencias de un mundo crecientemente competitivo. Un ejemplo de esta internacionalización queda reflejada en los volúmenes crecientes de negociaciones de acciones de empresas argentinas que cotizan en mercados internacionales.

El desarrollo de un mercado de productos derivados y de pases en la REPUBLICA ARGENTINA conforma una herramienta para el desarrollo del mercado financiero en general y de numerosas actividades comerciales e industriales en particular. La utilidad especial de tales instrumentos, como lo hemos anticipado, reside en su potencial utilización para la protección contra determinados riesgos o como mecanismos de financiamiento a menores costos.

Tal desarrollo, sin embargo, se encuentra condicionado a la introducción de ciertas modificaciones en la normativa nacional, entre ellas las vinculadas con la Ley 24.522, aquí propuestas.

La experiencia indica que las legislaciones de los países en los cuales existen mercados de productos derivados y de pases desarrollados permiten, con diversos matices, la liquidación de operaciones de dicha naturaleza *por diferencias* y que, dentro o fuera de un *proceso concursal*, la parte no incumplidora puede rescindir o exigir el cumplimiento *anticipadamente* de las operaciones con derivados y los pases vigentes, en oportunidad del incumplimiento de la otra parte como también que se compensen los créditos y débitos recíprocos en oportunidad de la exigibilidad anticipada.

Asimismo, en tales jurisdicciones, generalmente no se imponen limitaciones para *constituir y ejecutar garantías constituidas durante la vigencia de tales operaciones*.

Por otra parte, en el ámbito internacional, es práctica de mercado la utilización de contratos normativos o *acuerdos marco* elaborados por organizaciones especializadas en operaciones con derivados y de pases, tanto para regir lo atinente a su concertación como a la constitución y ejecución de garantías respecto de las mismas. Tal es el caso, en particular, de los diversos contratos elaborados por la International Swaps and Derivatives Association ("ISDA"), que son utilizados vastamente por los participantes en los mercados financieros internacionales.

ISDA es una organización internacional que nuclea a más de 300 de las mayores instituciones comerciales, bancos de inversión, empresas, entes gubernamentales y otras organizaciones. Los miembros de ISDA representan una amplia sección de las instituciones que actúan como corredores y usuarios finales de transacciones de derivados negociadas en privado, en más de 30 países.

Los contratos elaborados por la ISDA contemplan la facultad de la parte *no incumplidora* de *rescindir anticipadamente* todas las operaciones vigentes en oportunidad del incumplimiento y de *compensar* los créditos y débitos recíprocos resultantes de las mismas, incluyendo, si las partes así lo acordaran, el ejercicio de tales derechos respecto de las operaciones celebradas a través de diversas sucursales de una misma entidad.

La validez y oponibilidad de este tipo de cláusulas, en particular en situaciones de *insolvencia*, contribuye al desarrollo de un mercado para productos derivados y pases, tal como se desprende del relevamiento de numerosas legislaciones efectuado por la ISDA respecto de esta materia. A efectos de asegurar la validez y oponibilidad de tales cláusulas en la REPUBLICA ARGENTINA, es imperativo que la legislación argentina sea modificada en el modo previsto en el proyecto.

En efecto, a fin de permitir el ejercicio de los derechos de *rescisión o exigibilidad anticipada* y de *compensación* previstos en los contratos normativos o *acuerdos marco* que generalmente se utilizan para este tipo de operaciones, otras jurisdicciones tales como Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Estados Unidos de América, Francia, Irlanda, Portugal, Sud Africa, Suecia y Suiza han introducido modificaciones a sus legislaciones, en tanto que en España, Finlandia y Noruega actualmente se considera la adopción de legislación a esos mismos efectos.

En la República Argentina, la ausencia de una normativa apropiada no sólo ha impedido el desarrollo de un mercado de derivados y de pases, sino que también ha motivado que las empresas nacionales con acceso a los mercados financieros internacionales realicen operaciones financieras con derivados y pases con entidades extranjeras, sujetándose a la legislación y jurisdicción de otros Estados y constituyendo garantías fuera del país para aislar, con el mayor alcance posible, las implicancias adversas que puede acarrear la aplicación de la legislación argentina.

La creación y desarrollo de un mercado de derivados y pases en la REPUBLICA ARGENTINA tiene claros beneficios pues permitiría que no sólo las grandes empresas, sino también aquellas que no tienen acceso a los mercados internacionales de estos instrumentos, accedan a los mismos en el mercado local. Además, de este modo se aumentaría la sofisticación del mercado financiero argentino, se podría contar con estadísticas sobre volúmenes operados y, en definitiva, se generarían nuevos empleos en el país.

Asimismo, anticipamos que, con las reformas a la legislación vigente que aquí se proponen, y el consecuente desarrollo local del mercado de derivados y pases, mejorará la capacidad de competir con las iniciativas de Bolsas extranjeras que intentan listar productos de mercados emergentes en las plazas internacionales. Con ello se evitará la exportación del mercado de capitales domésticos.

Dentro del contexto descripto, el proyecto procura preservar el equilibrio entre los intereses del concurso, por un lado, y los intereses de la parte no insolvente, por el otro.

Así, si bien se reconocen a la parte no concursada derechos de rescisión y exigibilidad anticipada y de compensación respecto de operaciones con derivados y pases vigentes en oportunidad de la apertura del concurso o la declaración de quiebra si hubieran sido acordados contractualmente, tales derechos son susceptibles de ser ejercidos respecto de la totalidad de las operaciones comprendidas por tales acuerdos impidiendo que, excepto cuando hubiere acuerdo en las partes y autorización del tribunal, la parte

Ya se encuentra prácticamente elaborado<sup>64</sup> -por ellos en consenso con ADA- un borrador<sup>65</sup> de Acuerdo Marco para la Realización de Operaciones en Derivados y Pases que gobierne sus

---

no concursada pueda optar por ejercer sus derechos de rescisión, exigibilidad anticipada y de compensación en forma total o parcial según le resulte más conveniente.

Asimismo, se procura preservar, por un aparte, los intereses de la contraparte de las entidades financieras que pudieren ser objeto de la medida de suspensión de operaciones o de revocación de la autorización para funcionar, permitiendo limitar el riesgo de incumplimiento al saldo neto resultante de la compensación de los contratos rescindidos o exigibles anticipadamente, sin descuidar los intereses de la entidad con suspensión transitoria de operaciones por cuanto durante el período en que transcurra tal medida, permanece inexigible el saldo neto que pudiere adeudar la misma.

Los contratos relativos a derivados incluyen un numeroso conjunto de operaciones que abarcan, entre otras: "operaciones a término"; de "canje" ("swaps"); de "opción" y derivados relativos al crédito de una persona o entidad determinada.

Debido a la permanente evolución de los mercados de derivados y a la aparición constante de nuevos productos, en otras jurisdicciones en las cuales se ha intentado establecer por vía legislativa el listado de operaciones comprendidas por disposiciones de contenido similar a las contenidas en el proyecto, se ha debido recurrir periódicamente a la modificación de la legislación vigente para tomar en cuenta dicha evolución y nuevos productos.

A efectos de dotar al proyecto de suficiente flexibilidad, se encomienda al BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA la enunciación de los contratos de derivados y pases comprendidos por sus disposiciones. Ello es conteste con las características propias de un mercado en constante evolución, el imperativo de evitar permanentes rescisiones legislativas a efectos de incluir contratos con derivados no mercado en el que se operan internacionalmente los derivados, cuyos participantes absolutamente preponderantes son entidades financieras que intervienen en la negociación privada u "over the counter" de estas operaciones, con la expansión de los estandarizados acuerdos marco para documentar estas transacciones, que permiten su vencimiento anticipado y compensación bilateral.

Adicionalmente, y para el caso en que intervengan entidades financieras, teniendo en cuenta que por el juego de la compensación de acuerdo a lo previsto en los contratos y la potencia de estos instrumentos pueden afectarse seriamente los activos que deben respaldar los depósitos y demás pasivos de la entidad, se prevé mantener la posibilidad de ejercer un control más estricto en determinados casos, ya sea mediante la exigencia de formalidades – incluso registrales. O contenidos mínimos de uso obligatorio para que tengan lugar los efectos propuestos.

En el pasado reciente se han dictado sendas disposiciones en la REPUBLICA ARGENTINA que evidencian una clara voluntad de fomentar el desarrollo de un mercado de productos derivados y de pases de conformidad con las exigencias antes descriptas.

Clara manifestación de lo precedente resulta, por ejemplo, de los tres primeros párrafos agregados por el artículo 8 de la Ley Nro. 24.764, al artículo 46 de la Ley Nro. 11672, que dispone que la aplicación de la legislación concursal respecto de la contraparte del Estado Nacional en operaciones de la naturaleza aquí descripta no puede afectar el ejercicio por parte del Estado Nacional de sus derechos de rescisión anticipada, compensación y ejecución de garantías en los términos contractuales previstos.

Además, existen otras disposiciones que evidencian una intención afín tales como el artículo 7 de la Ley Nro. 24.624; el decreto Nro. 340 del 3 de abril de 1996 y las Comunicaciones del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA "a" 2435 del 15 de mayo de 1996 y "A" 2479 del 7 de octubre de 1996.

Finalmente, en oportunidad de esta modificación convendría también efectuar la pertinente respecto del artículo 138 de la Ley de Concursos y Quiebras Nro. 24.522, para reafirmar que la segregación de patrimonios entre los depositantes en la Caja de Valores y sus comitentes, es uno de los pilares en los que se basa todo el sistema de depositario central de títulos dentro de nuestro ordenamiento jurídico y, claramente, una de sus grandes ventajas en cuanto a la seguridad de los inversores.

La oportunidad de esta modificación de la Ley de Concursos y Quiebras Nro. 24522, resulta propicia para ratificar la interpretación sistemática de dicha norma en conjunto con la Ley Nro. 20.643 que regula el régimen de depósito colectivo.

Por todo lo expuesto, Sr. Presidente, es que solicito la aprobación del presente proyecto de ley, por parte de esta Honorable Cámara.

<sup>64</sup> *Basta de demoras, internas y cronogramas que no se cumplen. Los principales bancos Argentinos creen que ya perdieron demasiada plata por culpa de las sucesivas postergaciones de la puesta en marcha de un mercado formal de futuros y opciones en Buenos Aires. Por eso , diez días atrás tomaron cartas en el asunto y suscribieron un acuerdo con reglas de juego comunes para destrabar, aunque sea en parte, el negocio de los derivados financieros en la Argentina. "Fue un acuerdo marco que nos va a permitir medir costos agregados y llegar a empresas mas chicas con contratos estandarizados", dice Eduardo Trucco, ejecutivo de Citibank y presidente de Argentine Derivatives Association (ADA). Mientras tanto , los bancos seguirán haciendo loby para que se mueva la Ley de Derivados del Senado, donde se encuentra actualmente "bastante frenada" según se queja el sector. La Argentina tiene un mercado formal de futuros de granos, pero no cuenta, como sus vecinos Chile o Brasil, con una plaza sofisticada de derivados financieros. Al mismo tiempo que los bancos firmaron el acuerdo, el futuro de la cotización del dólar con respecto al peso se disparo. Los derivados de tipo de cambio son utilizados por las empresas (especialmente las multinacionales, que deben mandar remesas en dólares al exterior) para cubrirse de los riesgos de la devaluación.- Pero no son el principal producto que se opera en este tipo de mercado. En el mundo, el 75 % de los derivados vendidos son futuros de tasa de interés, en su mayoría swaps. "En la Argentina el reparto va a ser similar" (...) A las grandes compañías que deciden tomar una cobertura de cambio, el tramite les resulta bastante simple, porque cuentan normalmente con una línea de crédito, que opera como garantía del cumplimiento de los términos del contrato. Para las empresas que no cuentan con ella, las puertas no están totalmente cerradas. Una forma de solucionarlos es pagar una prima por adelantado. Si se trata de un contrato de dólar futuro, por ejemplo, y el dólar a un año se cotiza a 1,05, el cliente paga 5 centavos por adelantado por cada dólar y de esa forma se neutraliza el riesgo de incumplimiento.(...) En la Argentina el mercado de derivados esta poco desarrollado. El acuerdo marco de ADA va a ayudar a darle mayor liquidez, y a que se logre un mayor conocimiento de los productos. Con la estandarización se va a lograr que el negocio crezca. Hasta hoy en la argentina se han hecho mas negocios de derivados internacionales que locales. La mayor demanda de derivados proviene de la s multinacionales y, responde básicamente a una política de hedge (cobertura). Esto se observo durante el mes de mayo, cuan do la incertidumbre hizo subir la cotización del dólar futuro. La demanda se origino en compañías que tiene exposición al dólar en Argentina y buscan en consecuencia cubrir el riesgo de devaluación. Trabajamos sobre varios pilares, entre*

transacciones<sup>66</sup> hasta tanto el Proyecto analizado, reciba de nuestro Congreso Nacional imperio legal suficiente, para su puesta en practica.

Acuerdo Marco que constituirá, naturalmente, fuente de análisis para nuestro próximo trabajo sobre la materia, respecto del cual, Dios mediante, aspiramos poder concluir conjuntamente con ustedes los avances que se hubieren reflejado del proyecto que hoy analizáramos.-

---

*ellos la creación de un marco normativo regulatorio, el proyecto de contrato marco que firmamos el 23 de mayo y la ley de derivados. La ley, que esta en el senado, modifica artículos en la legislación ya existente, como la Ley de quiebras. El acuerdo entre los bancos estipulo un compromiso para respetar un acuerdo marco y usarlo en sus negociaciones. Ya hay un acuerdo de terminología, se puede medir el riesgo agregado, y aparte nos ahorramos un montón de plata en abogados.(¿?) Defiende a las partes débiles, que muchas veces eran sujeto de negociaciones leoninas. En el tema impositivo ya estamos preparados en un 90%. Solo faltan correcciones en Ingresos Brutos en algunas provincias Afirma Martín Durruty –ejecutivo del ABN Amor Bank-. Escribió Clarín Digital –www.cclarin.com/suplementos/economico/2000-06-04/t-00201e.htm- el 05/06/00.*

<sup>65</sup> Nuestras consideraciones sobre el particular tienen por fuente el borrador de fecha 04/27/00 -sujeto a modificación- que nos fuera suministrado por la ARGENTINE DERIVATIVES ASSOCIATION (ADA).

<sup>66</sup> Integrado por: (i) CONSIDERANDOS; (1) Acuerdo Marco; Concertación y Confirmación de Operaciones; (2) Pagos; (3)Transferencia de Títulos Valores; (4) Condiciones Previas; (5) Declaraciones; (6)Obligaciones Adicionales de las Partes; (7) Supuestos de Incumplimiento; (8) Pago por Cancelación Anticipada; (9) Débitos y Compensaciones; (10) Disposiciones Generales; y dos Anexos.