

Contratos de Derivados

La Necesidad de Avanzar con sus Regulaciones Internacionales y Argentinas

Por Rocío Carreras

I. Introducción [arriba]

El objeto del presente trabajo es analizar los contratos de derivados y la necesidad de avanzar con su regulación en el ámbito internacional y argentino. En el ámbito internacional, la actual crisis financiera mundial ha dejado en evidencia que es necesario adecuar las regulaciones a fin de evitar los abusos y excesos que se han cometido en los últimos años. En el ámbito local, la legislación argentina vigente aplicable a estos contratos se encuentra retrasada en relación con las regulaciones vigentes en países desarrollados. Por lo tanto sería conveniente una doble actualización, primero para incorporar los avances normativos internacionales existentes con anterioridad a la crisis financiera mundial, y luego para incorporar los cambios que se implementen en dichas normas en respuesta a tales abusos y excesos.

Este trabajo se estructura a través de distintos apartados. En el primero, se introduce el tema.

En el segundo, “Conceptos generales y descripción de los contratos de derivados” se desarrollará en detalle el concepto de contrato de derivados, su naturaleza jurídica, caracteres, su forma de utilización, las reglamentaciones cambiarias argentinas aplicables a dichos contratos, y las características generales de los contratos internacionales ISDA.

En el tercer apartado, “La participación de los contratos de derivados en la actual crisis financiera mundial” se analizará la evolución de la crisis mundial y la necesidad de regular el uso de los derivados como consecuencia de dicha crisis.

En el cuarto, “Las necesidades específicas de regulación de los contratos de derivados en el marco de la legislación argentina”, se desarrollará el tratamiento otorgado por la Ley de Concursos y Quiebras 24.552 a los contratos de derivados. A partir de este análisis se comprobará que nuestra normativa no contempla la posibilidad de rescisión anticipada y compensación automática ante el concurso o quiebra de la contraparte, como lo hace la legislación internacional más avanzada en el tema. A fin de ilustrar esta circunstancia, se incluye una descripción del tratamiento que estas disposiciones tienen en la legislación americana y brasileña. Por último, a modo de cierre, se incluye un análisis del proyecto de ley en el que se reglamentaban estas disposiciones, el cual fue tratado por el congreso durante los años 90 y que perdió estado parlamentario.

Finalmente, en el quinto apartado, “Conclusión”, se incluye un análisis de los beneficios que han aportado los contratos de derivados a la economía y la importancia de continuar con su utilización adecuando la legislación vigente para reflejar todas las cuestiones que han surgido a partir de la crisis, actualizando el contenido de la legislación argentina a los estándares vigentes antes de la crisis y a aquellos que surjan a partir de ella.

II. Conceptos Generales y Descripción de los Contratos de Derivados [arriba]

1. Consideraciones generales

Nuestro ordenamiento jurídico no cuenta con una definición legal del concepto “contratos de derivados”, ya que no hay ninguna normativa específica sobre este tipo de contratos, más allá de diversas normas en donde se los trata tangencialmente, como las normas del Banco Central de la República Argentina, la ley de fondos comunes de inversión, la ley de administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, etcétera

Sin perjuicio de ello, encontramos diversas definiciones doctrinarias de estos contratos tanto en el ámbito local como en el internacional. En términos generales, en el ámbito local se los ha definido como aquellos contratos bilaterales cuyo valor depende o “deriva” del valor de uno o más activos subyacentes (*commodities* o activos financieros) o índices sobre dichos bienes[1]. Su principal característica es que el valor o precio del contrato dependen directamente del valor o precio del activo subyacente, y de esa circunstancia nace su denominación de “derivado”. Una definición más completa sería la que los describe como aquellos contratos en los que una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente a cambio de una contraprestación dineraria o de la asunción de otro riesgo de su contraparte[2].

En el ámbito internacional, en particular en la doctrina norteamericana, se los ha definido como un contrato entre dos partes que establece que una parte pagará a la otra un monto a ser determinado posteriormente de acuerdo con la evolución de un activo subyacente o tasa[3]. En la doctrina española se los ha definido como aquellos contratos que resultan finalmente en un pago en efectivo, cuyo importe viene determinado por referencia al valor, en el mercado y a una fecha futura, de un instrumento financiero determinado, que pueden ser el tipo de interés, el tipo de cambio, los valores negociables, los índices de renta variable o las mercaderías o materias primas[4].

La utilización de los contratos de derivados se remonta a los tiempos de Aristóteles, ya que este filósofo en su obra *Política*, relata que Tales de Mileto había adquirido una fortuna comprando opciones sobre olivas. Esto es, al prever una buena cosecha de olivas para el siguiente año, adquirió opciones sobre el uso de prensas de olivas; luego, al cumplirse su previsión, procedió a alquilar las prensas a un mayor precio que el que había inicialmente pagado por sus opciones.

En la Edad Media, contratos de derivados como *forwards* fueron utilizados para asegurarse el precio de venta futura, y en el siglo XVII también fueron aprovechados por importadores holandeses para asegurarse el precio futuro de los tulipanes[5].

Los holandeses utilizaban los contratos de opciones como protección en el supuesto de que sus importaciones no llegasen a destino. Para ello, pagaban una prima a otro productor, de manera que si su propio cargamento se perdía a mitad de camino por diversas razones como problemas climáticos, robos, etc., adquirirían el derecho a comprarle los tulipanes a cualquier otro productor a un precio previamente fijado.

Sin perjuicio de lo anterior, estos contratos comenzaron a tener una utilización más generalizada en 1970[6] con la eliminación del tipo de cambio fijo impuesto por el sistema Bretton Woods, y la volatilidad que originó el tipo de cambio variable[7], según se analizará más adelante en el trabajo.

Los contratos de derivados pueden tener tres finalidades básicas:

(a) *Especulativas*: son aquellos que se celebran con la finalidad de obtener ganancias o beneficios económicos relacionados con las fluctuaciones de precios de un producto determinado. Si bien quienes han celebrado esta clase de derivados han sido mirados con desfavor, no puede dejarse de lado el hecho de que a menudo otorgan liquidez al mercado y permiten el traslado de los riesgos. Cabe destacar que la especulación no

necesariamente significa juego o apuesta sino que involucra decisiones del mismo tipo que realiza cualquier empresa, ya que la obtención de una ganancia requiere siempre la asunción de algún grado de riesgo.

(b) *Cobertura*: son aquellos que se celebran para protegerse de las variaciones de los precios de un producto determinado. Este objetivo se logra creando un instrumento financiero cuyo valor se incrementa o disminuye en forma inversamente proporcional a la variable sobre la cual se quiere obtener cobertura. Por ejemplo, la tasa de interés que debe pagar una empresa por su endeudamiento depende principalmente de las condiciones de mercado. Los contratos de derivados no podrían detener la evolución de una tasa de interés ya que depende de dicho mercado. Sin perjuicio de ello, a través de un contrato de derivado podría asegurarse una ganancia a dicha empresa en caso de suba de la tasa de interés que deba pagar, pudiendo generarle una pérdida en el caso de una baja de la misma.

(c) *Arbitraje*: tiene lugar en el caso de operaciones cuyo objetivo es la obtención de una ganancia a partir de la compra y venta de un mismo producto por diferencias de cotización en diferentes mercados o en diferentes momentos de la rueda de negociación. La posibilidad de realizar este tipo de operaciones resulta la mayoría de las veces limitada ya que se requieren mercados muy activos y con fluida liquidez. Asimismo, por sus elevados costos, sólo resulta atractivo para grandes inversores como fondos de inversión, bancos comerciales y de inversión, etc. Se distinguen de la especulación en la inexistencia de una toma de posición al finalizar el día, ya que al terminar el día el operador no se encuentra obligado por ningún contrato o bien conserva contratos cuyas prestaciones se anulan recíprocamente entre sí. Se busca una ganancia pero sin la asunción de riesgos propia de la especulación.

Los contratos de derivados permiten a las partes proyectar sus negocios a futuro con mayor previsión y certeza, circunstancia que conlleva la reducción de los costos y del precio de los bienes. Están vinculados a la actividad financiera y de mercado de capitales, pero no son contratos que provean financiamiento en forma directa. Su objetivo principal es el traslado de las consecuencias económicas de un riesgo y no la satisfacción de necesidades financieras.

En la actualidad, los contratos de derivados son instrumentos que contribuyen a la liquidez, estabilidad y profundidad de los mercados financieros, ya que generan condiciones para diversificar las inversiones y administrar los riesgos. Estos contratos facilitan la permuta de incertidumbre por certeza, tornando más eficiente y predecible el sistema económico de un país.

Los tipos o clases de derivados utilizados con mayor frecuencia internacionalmente, son los futuros, *forwards*, opciones, *swaps* y contratos de pase, los cuales serán analizados en detalle en el punto 2.

Estas clases de derivados tienen las siguientes características o elementos esenciales:

- (a) Manejan tres tipos de riesgos, el de volatilidad de precios, el de tasas de interés y el de tipos de cambio.
- (b) Son en líneas generales atípicos, bilaterales, consensuales, onerosos y aleatorios[8].
- (c) Existe siempre un plazo que transcurre desde el momento de su celebración hasta la liquidación. Durante tal plazo pueden existir prestaciones que deban cumplirse efectivamente o simplemente en expectativa, dependiendo de la clase de contrato.
- (d) Poseen activos o variables subyacentes, que constituyen el bien o la variable cuyo valor fue tenido en miras al celebrar el contrato, que puede tener naturaleza

financiera (tasas de interés, títulos valores públicos o privados, divisas, índices de mercados, etc.) o activos no vinculados a la actividad financiera tales como los *commodities* (petróleo, granos, metales, etc.) o cualquier otra clase de bienes o índices.

(e) En relación con la forma de liquidación, estos contratos pueden ejecutarse por entrega del activo subyacente o por el pago de diferencias en efectivo.

2. Tipos o clases de contratos de derivados

2.1. Contratos a Término. Futuros y Forwards

Dentro del género de los contratos de derivados podemos encontrar los contratos a término que son aquéllos por los cuales el comprador y el vendedor de un activo, denominado activo subyacente, acuerdan al momento de la celebración del contrato el precio a pagarse por una determinada cantidad del activo subyacente a ser entregada en un determinado lugar, postergando su liquidación a la fecha futura pactada[9].

Dentro de esta categoría están los futuros y los *forwards*. Los contratos de futuros tienen las mismas características que los de *forwards*, con la única diferencia que son contratos estandarizados en cuanto a sus elementos esenciales como plazo, monto, fecha de vencimiento y margen de garantía[10]. Esta característica les otorga mayor liquidez, ya que al no estar celebrados a medida de la necesidad de las partes, resulta más simple su futura transferencia. Estos contratos son celebrados en mercados institucionalizados, tal como se desarrollará en el punto 3.

Los elementos esenciales que integran los contratos a término son:

(i) Determinación del activo subyacente o producto: debe determinarse el producto que integrará el contrato, fijando su calidad y cantidad. En sus inicios los productos utilizados eran mayormente *commodities*, pero posteriormente se incluyeron también productos financieros, metales preciosos, etcétera.

(ii) Precio: se fija de común acuerdo entre las partes al momento de celebración del contrato. La característica distintiva de la fijación del precio es que deberá ser pagado por el comprador en la fecha futura pactada por las partes, y es independiente del valor que efectivamente tenga ese producto al momento del vencimiento del contrato.

(iii) Fecha: es el momento futuro que las partes acuerden para que se hagan efectivas las obligaciones de las partes.

(iv) Designación del mercado en donde se negociará el activo: se requiere que sea comprado o vendido en un mercado institucionalizado o no institucionalizado.

En sus orígenes este tipo de contratos se instrumentaba como un contrato de compraventa con su liquidación diferida en el tiempo. Posteriormente y a medida que se fue perfeccionando, se utilizaron medios que redujeron el costo de la transacción. Éste fue el caso de los contratos en los cuales el vendedor no entregaba la cosa vendida, sino que se producía la liquidación a través de una compensación entre el precio pactado y el precio al contado al momento del vencimiento, y posteriormente en los que la variable aleatoria que se fijaba era el valor de una tasa o índice. Actualmente los contratos a término pueden clasificarse en *delivery* cuando se hace entrega física del activo subyacente, y *non delivery* cuando se toma un precio de referencia y se liquida únicamente la diferencia entre dicho precio y el pactado.

Un ejemplo de la utilización de este contrato sería el caso en que un agricultor de trigo espera tener 100.000 fanegas de trigo para vender en un mes futuro. En caso de que le preocupe que el precio disminuya en ese período puede proceder a cubrirlo vendiendo a futuro 100.000 fanegas de trigo. En este caso acuerda entregar 100.000 unidades de trigo en el mes pactado al precio establecido “hoy”, es decir al día de la transacción.

Un molinero se encuentra en una situación inversa. Necesita comprar trigo pero no venderlo. Si quisiera fijar el precio de este trigo puede hacerlo.

Para el caso en que ambas partes decidan acordar —vía la compraventa a futuro—, tanto el agricultor como el molinero tienen menos riesgo que antes. El agricultor ha cubierto su riesgo vendiendo trigo a futuro —lo que se denomina cobertura *short*—. Contrariamente, el molinero ha cubierto su riesgo comprando trigo de futuro, que se denomina cobertura *long*.

Estos contratos también pueden ser utilizados con una finalidad de financiación, como en el caso de los productores de oro, siendo uno de los casos más famosos el de Minera Barrick[11]. La operación se realiza de la siguiente manera, Barrick suscribe contratos de venta de oro a futuro a un precio fijo (el oro “a futuro”), el cual aún no se ha extraído, y de esa manera va obteniendo capital fresco para financiar sus operaciones. Estos contratos se pactan con entrega del activo subyacente, el oro, y no por compensación. Por ello, para poder cumplir con la entrega de oro Barrick suscribe contratos de préstamos de oro (denominados *gold leasing*) con entidades bancarias conocidas como *Bullion Banks*, tales como Barclays, Goldman Sachs, JP Morgan, Bank of América, UBS y Citibank.

Estos Bancos a su vez obtienen el oro que prestan, a través de un contrato de préstamo *leasing* con algún banco central, ya que los bancos centrales no participan directamente del mercado de oro, sino que lo realizan a través de estas entidades financieras que utilizan a modo de vehículos. Estos contratos se pactan por un período específico de tiempo al cabo del cual el oro debe devolverse. El beneficio que obtiene Barrick radica en la posibilidad de entregar oro prestado cuando el precio esté bajo para así no perder una ganancia “de oportunidad” y de vender el oro de su propia producción cuando el precio está alto ya que sus costos son más bajos. Sin embargo, si una empresa tiene una gran cantidad de contratos que se vencen y no produce lo necesario para cubrirlo, y en consecuencia, no tiene control sobre el precio a futuro, la situación podría resultar bastante perjudicial[12].

La mayoría de la doctrina considera a estos tipos de contratos como aleatorios, ya que las ganancias y pérdidas para ambas partes contratantes depende de un acontecimiento incierto[13]. Sin perjuicio de ello, existen otros autores que han realizado una distinción entre aquellos casos en los que estos contratos de futuro o *forwards* tendrían carácter conmutativo, y aquellos en que serían aleatorios[14]. En este sentido, concluyen que en el caso de liquidarse un futuro o *forward* mediante la entrega de una cosa y el pago de un precio (*delivery*), estamos ante un contrato claramente conmutativo, ya que el mayor o menor beneficio que las partes tengan a partir de este contrato es independiente de la equivalencia económica de las prestaciones emergentes de él. Si el comprador no conoce si obtendrá una ganancia o una pérdida a partir de la reventa del bien en nada afecta el carácter conmutativo de esa compraventa.

Por el contrario, si el contrato se liquida por diferencias (*non delivery*), las partes no pueden conocer al inicio de éste la importancia de las contraprestaciones. Esto es, ni siquiera pueden conocer si serán acreedoras o deudoras de la suma de dinero que se corresponda pagar como “diferencia” para liquidarlo. Consecuentemente, la importancia de la prestación consistente en el pago de una suma de dinero y el carácter de acreedor o deudor de ella depende de un hecho futuro e incierto. Es por

ello, que en el caso de optarse por la liquidación por diferencias, nos encontramos frente a un contrato aleatorio.

En síntesis, el carácter conmutativo o aleatorio del contrato respondería a la elección de las partes sobre la forma de liquidación del contrato. De optarse por liquidarse con entrega del activo subyacente, el contrato será conmutativo por encuadrarse dentro del marco de una compraventa. Por el contrario, de optarse por la liquidación por diferencias, nos encontraríamos frente a un contrato aleatorio.

Finalmente, resulta relevante destacar el tratamiento otorgado por la jurisprudencia argentina a este tipo de contratos de derivados en recientes fallos judiciales en donde se han analizado la naturaleza jurídica de ellos, a raíz de las normas dictadas durante el 2002 sobre “pesificación”[15]. En este sentido, el Decreto N° 992/2002 dispuso que las obligaciones emergentes de aquellos contratos de futuro u opciones concertados bajo la legislación argentina con anterioridad al 5 de enero de 2002, donde al menos una de las partes sea un entidad financiera, debían convertirse a pesos a razón de \$1,40 por cada Dólar Estadounidense o su equivalente en otra moneda extranjera.

Los fallos más relevantes sobre este tema han sido “Johnson & Johnson v. Citibank”, 2/7/2007, C. Nac. Com., sala A (“Fallo J & J v. Citibank”) y “Johnson & Johnson v. Deutsche Bank”, 3/10/2006, C. Nac. Fed. Civ. yCom., sala I (“Fallo J & J v. Deutsche Bank”). Como se desarrollará a continuación, estos fallos resultan sumamente interesantes por tratarse de casos con características muy similares, en los cuales los jueces han arribado a conclusiones muy diferentes.

Johnson & Johnson celebró dos contratos de venta de moneda extranjera bajo la modalidad *non delivery*. En ambos fallos la discusión se centró en el monto que la empresa tenía derecho a cobrar como diferencia a su favor por la apreciación del valor del dólar luego de la devaluación de nuestra moneda a inicios de 2002. Asimismo, en los dos casos el banco demandado pagó una suma a favor de la empresa respondiendo a la normativa de emergencia aplicable, esto es, considerando una relación de cambio de un dólar igual \$1,40.

En el Fallo J & J v. Deutsche Bank, la sala I consideró que el accionar del banco fue acertado, y para ello tuvo en cuenta las siguientes premisas: (i) este tipo de contratos de derivados son aleatorios al tiempo de su celebración, por lo tanto se desconoce desde el inicio qué parte será deudora y cuál acreedora; (ii) por su carácter aleatorio ninguna de las partes tienen un derecho adquirido a recibir una determinada cantidad de moneda; y (iii) al no existir un derecho adquirido a recibir una determinada moneda, las partes no deben sentirse agraviadas por la entrada en vigencia de una norma que arbitrariamente fija un tipo de cambio aplicable a las operaciones aún no vencidas, aun siendo dicho tipo de cambio irrisorio respecto al vigente en el mercado único para el tipo de moneda contratada.

En el Fallo J & J v. Citibank, la sala A consideró que se había afectado el derecho de propiedad de manera irrazonable destruyendo la esencia misma del contrato, por lo que condenó al pago de la suma que correspondía de haberse liquidado la operación al tipo de cambio del mercado libre. La sala A consideró que la finalidad de cobertura o especulación de la contraparte es irrelevante a la hora de hacer valer sus derechos emergentes del contrato. Finalmente, estableció también que el Decreto N° 992/2002 es inconstitucional en razón de que violenta la causa-fin de los contratos a término que es la distribución del riesgo de una eventual devaluación de la moneda argentina.

2.2. Contratos de Opción

Los contratos de opción son aquellos contratos de derivados en los cuales una de las partes, *titular*, mediante el pago de una suma de dinero, *prima*, adquiere el derecho pero no la obligación de comprar o vender a otra parte, *lanzador*, un determinado bien a un precio, *precio de ejercicio*, a una fecha o plazo futuro determinada, *fecha de ejercicio*. En los casos en que el *titular* de la opción posee el derecho a comprar el activo subyacente, se denomina un *call*, en el supuesto que el *titular* de la opción tenga una opción de venta se la denomina un *put*. Según el momento en que puede ejercerse la opción, se la denomina *Europea* cuando sólo puede ejercerse en una fecha determinada; se la denomina *Americana* cuando puede ejercerse en cualquier momento[16]. Son contratos bilaterales, consensuales, onerosos y aleatorios.

La característica distintiva de este tipo de contratos es el pago de una prima al comienzo del contrato, lo que constituye una prestación accesoria a la obligación principal. La finalidad económica de la prima para el titular es evitarse aquellas pérdidas que podrían tener lugar si se tratase de un contrato de *forward* o futuro, ya que en la opción el titular no tiene la obligación de ejercer su derecho en el caso de que tal ejercicio constituya una pérdida. El titular puede simplemente no ejercer la opción, siendo el pago de la prima su única obligación.

Las características principales de estos tipos de los contratos de opción son:

(i) Titular: es aquel que en la operación adquiere el derecho mediante el pago de una suma de dinero.

(ii) Lanzador: es el que se obliga frente al titular mediante el cobro de una suma de dinero.

(iii) Prima: es la suma de dinero que paga una de las partes —el comprador— para ser titular de un derecho.

(iv) Lotes: son cantidades estándar de títulos o acciones. De esta forma se negocian cantidades de lotes que a su vez representan cantidades uniformes de acciones cada uno.

(v) Ejercicio: es el acto por el cual el titular de la opción decide hacer valer su derecho.

(vi) Precio de ejercicio: es el valor establecido mediante el cual el titular puede hacer valer su derecho.

(vii) Vencimiento: es la fecha hasta la cual el titular puede hacer valer su derecho, que se pierde una vez vencida. El tiempo, en la medida en que representa incertidumbre sobre el futuro, es una fuente de valor para las opciones.

Los mercados de opciones se han desarrollado simultáneamente a los mercados de futuros y, del mismo modo, nacen como consecuencia lógica de la necesidad de superar los problemas consustanciales que existen en la negociación directa a plazo. De esta manera los mercados de opciones comparten las mismas características que los mercados de futuros en lo referente a la contratación: sistema de negociación, estandarización de los contratos y cámara de compensación, tal como se desarrollará en el punto 3.

Los siguientes son ejemplos de la utilización de estos contratos.

a) *Call*: Una persona tiene acciones de una empresa y otra quiere comprarlas en el futuro. La opinión del segundo (comprador de la opción *call*) es que el precio de las acciones de la empresa va a subir a niveles de 4 euros dentro de tres meses (el precio

actual es de 3 euros) y por ello quiere fijar un precio de 3,5 euros para, llegado el vencimiento (dentro de tres meses), poder comprar a 3,5 euros cuando las acciones estén a 4 euros. Para ello paga una prima de 0,5 euros. Llegado el vencimiento, la acción cotiza a 4,5 euros. El comprador ejerce el *call* y compra su acción a 3,5 euros. Acto seguido vende su acción al precio de mercado, esto es, a 4,5 euros. El comprador ha pagado 0,5 euros por la prima y, a cambio, ha ganado 1 euro, por lo tanto su ganancia final sería 0,5 euros ($4,5 - 3,5 = 1$; $1 - 0,5 = 0,5$). El vendedor, por su parte, ha perdido los mismos 0,5 euros (cobró 0,5 de prima y hoy ha perdido 1 al dejar de ganar por no poder vender la acción).

Supongamos que la acción cotiza a 3,25 euros el día del vencimiento de la opción. El comprador del *call* no va a ejercer su opción, puesto que en el mercado la acción está más barata. Sin embargo, habrá perdido 0,5 euros que pagó como prima. En conclusión, con la opción *call*, el comprador limita su pérdida a la prima, pero el beneficio es teóricamente ilimitado.

b) *Put*: Una persona tiene acciones de una empresa y ve una baja en la cotización. Quiere asegurarse un precio de venta llegado el vencimiento (tres meses); para ello compra un *put* garantizándose el precio de venta a 3,5 euros dentro de tres meses, pagando 0,5 euros de prima. Llegado el vencimiento, las acciones cotizan a 2,5 euros. El comprador ejerce el *put* y vende sus acciones a 3,5 euros, cuando en el mercado cotizan a 2,5 euros. Ha ganado 1 euro menos los 0,5 euros que pagó de prima. Supongamos que las acciones en vez de bajar han subido a 4,5 euros. En este escenario, el comprador del *put* no ejercerá la opción, puesto que puede vender las acciones en el mercado a precio superior, y sólo perdería la prima.

2.3. Contratos de Swap

Los contratos de *swap*, son aquellos contratos de derivados mediante los cuales las partes se comprometen a intercambiar flujos de fondos periódicos, denominados en una misma o distintas monedas, tomando en consideración para ello el valor de un bien o de un índice subyacente. Es un contrato bilateral, oneroso, conmutativo y aleatorio.

Un *swap* es básicamente un intercambio de flujos futuros, y mediante su implementación una empresa podría intercambiar una tasa fija por una variable, lo que le permitiría disminuir su costo de fondeo maximizando los diferenciales de tasas y su capacidad de crédito en los diferentes mercados[17].

La utilización de estos contratos comenzó en la década de los 70, cuando el gobierno británico estableció restricciones al mercado de cambios a fin de evitar la transferencia de divisas al exterior, impidiendo también a las empresas británicas la venta de libras esterlinas para comprar moneda extranjera. Estas medidas tuvieron como consecuencia problemas de liquidez para muchas sucursales o afiliadas radicadas en otros países, que por no tener las dimensiones de las correspondientes casa matrices y por encontrarse impedidas por ellas para otorgar garantías al exterior, se encontraban imposibilitadas de obtener crédito en sus países de asiento. Estos inconvenientes fueron en parte resueltos a través de los préstamos “paralelos” o *back to back*. A través de ellos, una casa matriz ubicada en los EE.UU. tomaba crédito en su país y posteriormente se lo prestaba a la filial o sucursal de su contraparte británica, y a su vez esta última hacía el mismo procedimiento con la sucursal o afiliada en los EE.UU. Sin perjuicio de ello, esta primitiva estructura tenía sus problemas, debido a que resultaba muy difícil “calzar” los derechos y obligaciones de ambos préstamos. Asimismo, por tratarse de préstamos independientes, el incumplimiento de uno de ellos no facultaba a exigir el pago del otro[18].

En 1979 se retiraron las limitaciones a la inversión en el extranjero y las empresas británicas no necesitaron hacer uso de los préstamos “paralelos” o *back to back*. Sin perjuicio de ello, durante los años ochenta ciertos bancos modificaron las características de los préstamos *back to back*, transformándolos en *swaps*[19], que constituían un contrato único en el cual podían atarse las obligaciones.

Los contratos de *swap* son generalmente negociados en mercados no institucionalizados (que serán desarrollados a continuación) y tienen la ventaja con respecto a los *forwards* o futuros de proveer una cobertura a más largo plazo. Básicamente existen dos tipos de contratos de *swap*, los de tasa de interés y los de moneda.

Los *swaps* de tasa de interés son denominados, *plain vanilla*, en los cuales las partes intercambian flujos de fondo a tasas fijas por flujos de fondos a tasa variable. Existen diversas variantes de los *swaps* de tasas de interés, tales como *zero coupon swaps*, en la que una de las partes realiza pagos periódicos mientras que la otra realiza un solo pago al final del contrato. Este tipo de contratos es generalmente utilizado por empresas que no cuentan con efectivo hoy, pero que obtendrán una suma determinada de dinero en el futuro. En los *basis swaps*, se intercambian tipos de tasas variables, pero sujetas a índices diferentes (por ejemplo, tasa Badlar por Libor).

En los *swaps* de monedas, las partes intercambian distintas monedas, y pueden incluir también intercambios de tasas fijas, o bien tasas variables. A diferencia de los de tasas, las partes intercambian al inicio y al final el *notional*, esto es, los montos de monedas correspondientes, ya que éstos pueden sufrir importantes variaciones durante la vida del *swap*. La ventaja que tienen frente a los *forwards* es que pueden utilizarse para cubrir períodos más extensos.

Un ejemplo de la utilización de *swap* sería el caso de un banco que otorga préstamos (que constituye un activo) a un empresa automotriz a una tasa variable BADLAR Privada[20] más un nominal de 3, por un período de 2 años, con pagos de interés mensuales. Por otro lado, un depositante del banco suscribe un plazo fijo con interés fijo del 10% (que constituye un pasivo), cobrando un interés mensual. Como resultado de este escenario, el banco tiene sus activos (préstamos) a tasa variable, y sus pasivos (depósitos) a tasa fija. Por lo tanto le resulta conveniente celebrar un contrato de *swap* con alguna contraparte, con la finalidad de intercambiar la tasa variable por la fija a fin de cumplir con las obligaciones asumidas mediante el plazo fijo, esto es, el banco se compromete a pagar al final de cada período de intereses la tasa Badlar Privada +3, a cambio de que la contraparte, se comprometa a pagar al vencimiento de cada período de tres meses la tasa fija del 10%. La liquidación de la operación se realizará en el correspondiente período por compensación, esto es calculando la diferencia entre la tasa fija y la variable. Si de este cálculo surge que la tasa fija es mayor que la variable, el pagador de tasa fija (en este caso la contraparte) pagará al banco la diferencia. En el caso contrario, esto es que la tasa variable sea mayor que la fija, el banco pagará a la contraparte la diferencia.

2.4. Contratos de Pase

El contrato de pase o reporte es un contrato de derivado en el cual una parte, *reportante*, adquiere títulos valores al contado y al mismo tiempo se obliga a vender a término títulos de la misma especie, por un determinado precio y en un plazo establecido, mientras la otra parte, *reportado*, se obliga en el sentido contrario a vender los títulos al contado y se obliga a comprar a término títulos de la misma especie. Existen esencialmente dos tipos de pase, el bancario y el bursátil. Es un contrato bilateral, oneroso, no formal, innominado, consensual y de ejecución

inmediata pero de duración. Es bilateral porque presenta la característica de que ambas partes quedan obligadas y sus correspondientes obligaciones son recíprocas[21].

Este tipo de contratos contempla una acción con carácter único e indivisible, compuesta por dos actos en donde se traslada la propiedad, uno al contado y otro a término, unidos por un nexo que transforma al primero, causa del segundo. Es un contrato único, con características particulares, ya que está conformado por dos fases distintas alejadas en el tiempo, pero que tienen una total interdependencia transformándolo en un contrato unitario[22].

En líneas generales, el pase permite a quien posee títulos, la alternativa de obtener dinero en efectivo durante un cierto tiempo contra la transmisión de la propiedad de sus títulos, reservándose el derecho en el plazo establecido de recuperar los mismos en igual especie. Asimismo, para aquél que tiene dinero disponible, el pase es un instrumento que posibilita la inversión de éste por un tiempo acotado, y obtiene como contraprestación no la mera garantía sino la propiedad de los títulos, durante un determinado plazo. Generalmente, el reportado paga un premio al reportante, porque resulta previsible que la necesidad de efectivo tenga un mayor valor que la de títulos[23].

Respecto de las dos clases de pase, cabe destacar que el pase bancario es un instrumento de captación y colocación de fondos, generador de liquidez facilitando el crédito y la intermediación financiera. Este pase se realiza en los mercados no institucionalizados (los cuales se desarrollarán a continuación). Desde el punto de vista activo del banco, puede darse el caso que el reportante compre títulos al contado y se obligue a venderlos a término, mediante el pase, en cuyo caso el banco cuenta con un vehículo para obtener liquidez y prestar con un nivel de garantía superior al de un préstamo prendario, ya que el reportante transmite la propiedad de los títulos (una garantía mucho mayor que la mera entrega de los títulos en garantía). Este dato es muy relevante, debido a que las entidades bancarias a través de contratos de pase pueden prestar utilizando parámetros mucho más flexibles, facilitando el crédito, porque permiten afectar una menor proporción de las líneas de crédito de sus clientes.

Por otra parte, el bursátil se realiza dentro de un mercado autorregulado, y sería el caso de un operador que posee fondos suficientes y considera que en el plazo de un mes las acciones de la empresa A que hoy cotizan a \$5 lo hagan a un menor valor. A tal fin, concierta una operación de pase, mediante la cual compra al contado por \$5 por acción a otro operador que espera la situación inversa, y las vende a término a dicho operador a \$5,5. En el caso que el operador inicial haya vendido las acciones al momento de recibir el pase al contado (\$5), si los hechos ocurren conforme a sus predicciones, y las acciones cotizan a 30 días a \$4, habría ganado una diferencia de \$1,5 por cada acción luego de concluir la operación vendiendo las acciones al otro operador (compra las acciones a \$4 en el mercado y se las vende al operador al precio pactado de \$5,5). En este caso no sólo gana la diferencia sino que puso su capital a producir.

También puede utilizarse el pase en el ámbito bursátil para cubrir una posición corta de algún operador. Es el caso de un operador que acordó una venta a plazo de acciones de A, que llegado el vencimiento, cuando debe cumplir con la obligación de entregar dichas acciones contra el pago de precio, no tiene las acciones o considera que en el futuro inmediato las acciones cotizarán a un precio mayor, evitándole una pérdida o una mayor ganancia. Ante esta situación puede concertar un pase que le permita postergar el vencimiento de la venta a término a través de este acuerdo, compra al contado estas acciones, para cumplir con su obligación bajo el contrato a término especulando con un alza del precio, y se obliga a vender a plazo y a un precio

preestablecido. Si al finalizar la segunda etapa el precio es mayor, logró postergar exitosamente el plazo de la operación inicial[24].

3. Tipos de mercados en donde se negocian los contratos de derivados

Los contratos de derivados pueden negociarse en dos tipos de mercados, los mercados no institucionalizados u OTC (*over the counter*), y los mercados institucionalizados (bolsas de comercio).

Los mercados OTC son mercados en donde los instrumentos financieros se negocian directamente entre las partes fuera del ámbito de un mercado organizado (Bolsa de Comercio). Son mercados en donde las negociaciones no se realizan en un espacio físico organizado a ese fin, y no existe una entidad de contralor que regule su funcionamiento imponiendo términos, condiciones y estableciendo sanciones. Por lo tanto, los contratos negociados OTC no se encuentran estandarizados, son bilaterales y hechos a la medida de las necesidades de las partes *taylor made*. Consecuencia de esto es que cada una de las partes deba asumir el riesgo de la operación, no existiendo cámara de compensación[25] o mercado intermediario que asuma los riesgos. Debido a las características de estos mercados, sus participantes son generalmente inversores institucionales como fondos comunes de inversión, AFJPs, bancos comerciales y de inversión, etcétera.

La principal consecuencia de operar en un mercado OTC, es la imposibilidad de “salir” de la posición en que se encuentra el contratante por la inexistencia de un mercado secundario[26] de contratos con las características del celebrado.

Por otra parte, los mercados institucionalizados de derivados son ámbitos de reunión de operadores de contratos que puede ser un recinto “físico”, como el caso de mercados a “viva voz” en lo que las ofertas y aceptaciones son expresadas por medio de la voz y gestos. También puede tratarse de ámbitos virtuales, como el caso de los mercados electrónicos, el Mercado Abierto Electrónico, o el Rofex “Mercado a Término de Rosario”, donde las comunicaciones se realizan por teléfono o computadoras. Los mercados electrónicos han aparecido posteriormente a los mercados a viva voz, con la ventaja de que no resulta necesario encontrarse físicamente en un lugar para operar. En éstos la actividad se encuentra reglada, tanto por la autoridad de contralor, como por disposiciones de las autoridades u órganos propios de cada entidad. Los contratos que se negocian en estos mercados electrónicos se encuentran estandarizados en sus elementos esenciales, como en el activo subyacente, en las formas de liquidación y en el plazo.

En mercados institucionalizados, el mercado en sí mismo no compra ni vende, sin perjuicio de que “técnicamente” pareciera que asumiera el rol. Esta compra “técnica” no tiene por finalidad obtener una ganancia por medio de la operación con derivados sino que busca garantizar las operaciones realizadas en él.

La característica más relevante de estos tipos de mercados es la existencia de una cámara de compensación o *clearing house*, que se interpone entre las partes, convirtiéndose así en la compradora y/o vendedora en cada caso. La cámara compensadora asume el riesgo crediticio de las operaciones, mediante la aplicación de un sistema denominado *mark-to-market*[27]. En este sentido, con la finalidad de protegerse de estos riesgos crediticios, las cámaras compensadoras obligan a las partes a crear cuentas de márgenes y la fijación diaria de precios. Estos márgenes se constituyen cada vez que se suscribe un contrato, y son entre el 1% y el 20% del valor del activo subyacente. En estos casos se estandariza la negociación de los contratos de derivados de forma tal que las partes sólo pueden negociar su precio. Ello responde a que todos los demás parámetros se encuentran pautados por el mercado

institucionalizado. Se forman series de contratos que poseen: (i) el mismo monto, cantidad o unidad de negociación de un determinado activo; (ii) las mismas características del producto negociado, esto es, misma calidad; (iii) la misma fecha de vencimiento; (iv) mismos márgenes de garantía; (v) el mismo porcentaje de fluctuación máxima y mínima admitida; (vi) los mismos lugares y fechas de entrega; (vii) los mismos horarios de negociación, y (viii) el lugar y forma de entrega en el caso de optarse por la liquidación por entrega del activo físico subyacente.

Como fue expresado anteriormente, en estos mercados existe una cotización del contrato, ya que contratos con las mismas condiciones se encuentran negociados en forma continua. En caso de celebrarse un contrato estandarizado, existe la posibilidad de celebrar un contrato inverso que permite determinar la pérdida o ganancia en ese momento sin esperar al término de finalización del contrato original. Esto se debe a la existencia de un mercado secundario.

OVER THE COUNTER (OTC)	MERCADOS INSTITUCIONALIZADOS
Contratos no estandarizados.	Contratos estandarizados y aprobados por la autoridad de contralor.
Contratos bilaterales con crédito entre partes.	El mercado es contraparte en todas las operaciones y garantiza mediante un sistema de <i>mark-to-market</i> diario de operaciones abiertas.
Se prioriza la flexibilidad.	Se prioriza la liquidez.
Los contratos no se “desarman” sino que se mantienen hasta el vencimiento.	Los contratos se “cancelan” libremente comprando lo vendido o vendiendo lo comprado.
Regulación: por usos y costumbres (generalmente se utiliza un acuerdo ISDA o en Argentina el marco acuerdo ADA.)	Regulación: mercados autorregulados con reglamentos aprobados por la autoridad de contralor.
Contrato más utilizados: <i>forwards</i> y <i>swaps</i> .	Contratos más utilizados: futuros y opciones.
Requisitos para la operatoria en Argentina:	Requisitos para la operatoria en Argentina: afectación de activos en garantía.

4. Contratos de Derivados - La nueva *lex mercatoria*

Resulta relevante en este punto referirme a la obra de Francesco Galgano[28], en la cual se analiza la evolución que ha sufrido el derecho en tres etapas, comenzando por la época del derecho romano y la *lex mercatoria*, siguiendo por la Revolución Industrial, y finalizando en la actualidad en donde existiría una nueva *lex mercatoria* caracterizada por contratos como los de derivados que poseen características muy atípicas e interesantes.

En la primera etapa de este correlato histórico del derecho, concluye que el derecho romano es considerado como el “derecho de la razón”, y gravita sobre el derecho de lapropiedad, que ha sido en la era preindustrial el derecho por excelencia, siguiendo la teoría de Ulpiano que consideraba que todo el derecho privado se focaliza en la forma en que se adquiere, conserva y pierde la propiedad.

Asimismo, considera que posteriormente existió la *lex mercatoria* queera un derecho creado e impuesto directamente por las costumbres mercantiles, de los estatutos de corporaciones mercantiles, y por la jurisprudencia de los tribunales mercantes. La función de esta *lex mercatoria* era derogar, para las relaciones comerciales, el derecho civil de entonces, es decir el derecho romano, considerado como no más adaptable a las exigencias del tráfico.

En la segunda etapa del correlato, el autor analiza la Revolución Industrial, considerando que provocó la mayor transformación del derecho, creando un nuevo derecho basado en las grandes codificaciones del siglo XIX en Europa continental, desplazando al derecho romano, y la *lex mercatoria*. Esto es, con la aparición del Iluminismo y la Revolución Industrial se separan el derecho y la economía. El derecho proclama las libertades burguesas, entre ellas la libertad de comercio y de industria y la economía determina la preeminencia del capital industrial sobre el capital comercial.

Esta separación del derecho y la economía, provoca la estatización del derecho transformando a la *lex mercatoria* en los códigos de comercio, en los cuales el Estado impone una visión propia del derecho regulador de intercambios. El derecho pierde su antigua universalidad, que había sido originariamente la universalidad del derecho romano, y luego de la *lex mercatoria*, para retroceder a la condición de una pluralidad multiforme de dialectos jurídicos.

Por esta razón, con las codificaciones del siglo diecinueve, el sistema se desplazó delderecho de propiedad al contrato, el cual no era concebido únicamente como el modo de transmisión de la propiedad, sino como un instrumento jurídico de intercambio, el que utiliza el empresario, para adquirir los factores de producción y así colocar el producto, con la finalidad de obtener una utilidad.

Por otra parte, en una tercera etapa se encuentra lo que el autor considera como la Postindustrial, en donde el derecho no ha sufrido transformaciones significativas, ya que no son las leyes sino otros los instrumentos relevantes a través de los cuales se llevan a cabo las innovaciones jurídicas.

En este sentido, mas allá de los límites de los Estados está en formación un derecho uniforme espontáneo, administrado por tribunales arbitrales internacionales, al que se

denomina nueva *lex mercatoria*, cuya función es regular las relaciones contractuales dentro del mercado global.

La nueva *lex mercatoria* actúa en cambio dentro de una realidad caracterizada por la globalización de los mercados, en los que se disuelven tanto los particularismos jurídicos de las codificaciones, como las diferencias entre el *civil law* y el *common law*.

Los factores que han producido la existencia de esta nueva *lex mercatoria* serían:

a) La difusión internacional de prácticas contractuales del mundo de los negocios, creando contratos internacionalmente uniformes, legitimados conforme a los correspondientes derechos nacionales, en virtud del principio de la autonomía contractual. Difícilmente un juez nacional podrá considerar inválido, aplicando el propio derecho nacional, un modelo contractual en todos lados practicado y reconocido como válido o vinculante, ya que no estará dispuesto a ubicar al propio país en una situación de aislamiento respecto del contexto internacional al cual pertenece. Los contratos de ISDA, que serán explicados a continuación, constituyen un ejemplo de este fenómeno.

b) En la costumbre de comercio internacional, en la repetida y uniforme observancia de particulares prácticas por parte de operadores de determinados sectores empresariales.

c) En la jurisprudencia de las cámaras arbitrales internacionales. La obligatoriedad de los usos, radica en el respeto de cada operador económico, de aquello que los demás operadores económicos esperan de él, aun si se trata de deberes no impuestos por el contrato.

De esta forma ha nacido un derecho uniforme espontáneo, que la jurisprudencia ha denominado la nueva *lex mercatoria* como un “ordenamiento jurídico” al margen de los ordenamientos estatales, formado por reglas destinadas a disciplinar de modo uniforme, las relaciones comerciales que se instauran dentro de la unidad económica de los mercados. En la mayor parte de los casos se trata de contratos atípicos cuyos creadores no son los legisladores sino los grandes estudios jurídicos privados americanos o consultores de asociaciones internacionales de diversas categorías empresariales.

Al jurista actual no se le exige solamente que interprete la ley, se le requiere también como en la época preindustrial, que utilice la técnica jurídica para satisfacer las necesidades cambiantes del mercado, produciendo nuevos bienes o nuevas operaciones económicas.

A la autonomía contractual hoy se le abren fronteras impensables en el pasado. El contrato era, en su concepción clásica, el instrumento para componer intereses privados, los cuales no sirven solamente para hacer circular cosas como lo hacían en la antigüedad, sino que sirven para crear riqueza. Hoy el contrato entre particulares toma el lugar de la ley en muchos sectores de la vida social. Se lo empuja hasta sustituir a los poderes públicos en la protección de intereses generales que pertenecen a la colectividad entera. En este sentido, los contratos de derivados producen un cambio radical, similar al concepto de propiedad y contrato que dieron lugar en su momento: los contratos ya no sirven únicamente para circular las cosas, sino que sirven para crearlas. Por ello, para internacionalizarse la riqueza se ha desmaterializado, y se incorpora como activo subyacente de los contratos de derivados, que luego son vendidos en los mercados, no sólo a fin de circular la riqueza sino al mismo tiempo creándola, y creando valor[29].

5. Contrato de derivados y el Régimen Penal Cambiario Argentino

Luego de realizar una descripción de las características principales de los contratos de derivados, su naturaleza jurídica y de los mercados en donde se negocian, resulta relevante analizar las restricciones vigentes en la Argentina para la celebración de estos contratos impuestas por el Régimen Penal Cambiario, a fin de lograr un análisis más completo de su utilización en nuestro país. |

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) posee dentro de sus funciones la de velar por el cumplimiento del Régimen Penal Cambiario, normativa que tiene como objetivo principal regular toda negociación u operación de cambios. Se considera como operación de cambio a aquella operación en la que una de las partes se obliga a transferir la propiedad de cierta moneda (nacional o extranjera) a la otra, la cual se obligará al mismo tiempo como contraprestación, a transferir a la primera la propiedad de otra moneda (nacional o extranjera) de distinta especie o calidad[30].

En este sentido, la celebración de contratos de derivados se encuentra sometida al Régimen Penal Cambiario debido a que resulta indudable que cuando un residente realiza una operación de derivados se produce un intercambio de flujo de fondos entre las partes que incide en la balanza de pagos de la economía[31]. Por otra parte, la celebración de operaciones de derivados de monedas extranjeras tiene efectos sobre la cotización de la moneda local.

Sin perjuicio de ello, existe una interpretación doctrinaria que considera que algunos contratos de derivados como los futuros o *forwards* que se liquidan por compensación, no deberían ser consideradas como operaciones de cambio, y por lo tanto excluidas del Régimen Penal Cambiario[32].

5.1. Estructuración de la normativa cambiaria

La normativa cambiaria vigente sobre los contratos de derivados, clasifica las operaciones de la siguiente manera: (i) aquellas que requieren la previa autorización del BCRA para la concertación y el acceso al mercado de cambios para el pago de las obligaciones derivadas de las mismas; (ii) aquellas que están exceptuadas del cumplimiento de ese requisito y por ello pueden celebrarse sin autorización del BCRA[33].

Por otra parte, dentro de dicha clasificación también se realiza una distinción entre las operaciones celebradas y liquidadas en el país, y las celebradas en el exterior.

5.1.1. Operaciones realizadas y liquidadas en el país

Las operaciones de derivados cuya liquidación se efectúe en el país por compensación en moneda doméstica pueden ser concertadas sin ninguna clase de restricción cambiaria[34], y deben someterse a la legislación argentina[35].

En cuanto al ámbito de negociación, pueden ser tanto operaciones de derivados negociadas en mercados autorregulados como OTC. Tampoco existe ninguna limitación en cuanto a la condición de las partes contratantes, no resultando relevante su lugar de residencia.

El resto de las operaciones celebradas en el país que no cumplan con estas condiciones requieren autorización del BCRA.

5.1.2. Operaciones celebradas con el exterior

-

El principio general es que el régimen cambiario somete a la previa autorización del BCRA, la celebración de cualquier operación de derivados realizada por residentes argentinos en el exterior del país[36]. Esta regla también se aplica a las operaciones donde no se prevé el acceso futuro al mercado de cambios.

Sin embargo, la normativa cambiaria ha reglamentado ciertas excepciones a dicho principio, autorizando la celebración de ciertos contratos de derivados con el exterior sin la necesidad de la previa autorización del BCRA, siempre que se cumplan las siguientes condiciones: (i) el compromiso de ingresar y liquidar en el mercado de cambios los fondos que resulten a favor del residente como resultado de la liquidación de las operaciones o de la liberación de la garantía dentro de los cinco días hábiles siguientes al cierre de operaciones[37]; y (ii) que únicamente pueden realizarse en cierta clase de mercados[38] o con determinadas contrapartes[39].

A continuación se describirán las excepciones antes mencionadas agrupando las operaciones en tres categorías para facilitar su comprensión:

(a) Operaciones de cobertura de las exposiciones externas de las entidades financieras

Dentro de esta categoría se encuentran aquellas operaciones que se vinculan con la adquisición de opciones realizadas por entidades financieras para la cobertura de depósitos e inversiones a plazo de retribución variable, los cuales son aquellos depósitos e inversiones cuya retribución o rendimiento se determina en función de la variación que registre el precio de determinados activos e indicadores.

También se encuentran los contratos de cobertura entre moneda extranjera por activos que formen la posición general de cambios. La posición general de cambios es la posición neta externa líquida, de modo que se incluyen dentro de su cálculo tanto los activos líquidos externos como los pasivos líquidos externos. Respecto del objeto de la cobertura, sólo se prevé la cobertura entre monedas extranjeras (dólar estadounidense y euro) y no de moneda extranjera (peso contra moneda extranjera), las que sólo pueden realizarse en el país y por compensación en moneda doméstica, e instrumentadas bajo ley argentina[40].

Por otra parte, el BCRA también ha autorizado recientemente la celebración de operaciones de cobertura del precio de *commodities* que realicen entidades financieras locales con el exterior como contrapartida de contratos vendidos a clientes locales, siempre con el previo cumplimiento de ciertos requisitos[41]. Esta reglamentación es muy importante ya que cubre un vacío legal respecto de la situación de empresas locales, que no eran exportadoras ni importadoras, que al tener una exposición en su actividad productiva a la variación de productos e insumos, requerían como parte de su estrategia financiera la cobertura de estos riesgos que en muchos casos no se pueden obtener localmente.

(b) Operaciones de cobertura de endeudamiento externo

Estas operaciones son aquellos contratos de cobertura entre monedas extranjeras y de tasa de interés que realicen tanto el sector financiero como el privado no financiero. Únicamente pueden cubrirse aquellas obligaciones con el exterior que hayan sido validadas e informadas bajo la reglamentación de la Comunicación "A" 3602[42] del BCRA.

La cuantía de la cobertura obtenida, está limitada al monto de los pasivos externos que efectivamente registre el deudor en la moneda o tasa de interés cuyo riesgo está cubriendo con la celebración de esas operaciones.

(c) Operaciones de cobertura vinculadas al comercio exterior

Estas operaciones son aquellas realizadas por los importadores y exportadores vinculadas a operaciones propias de comercio exterior para la cobertura del precio de *commodities*. Por ello, quedan excluidas las operaciones de cobertura con el exterior para aquellos residentes que tengan una exposición al precio de *commodities* que no sean exportadores e importadores, como el caso de empresas que los utilizan como insumos en su cadena productiva pero no los importan directamente.

Por último, se incluyen los contratos de cobertura entre monedas que realicen exportadores e importadores para cubrir riesgos sobre embarques realizados pendientes de cobro y por el saldo a pagar por embargos pendientes de operaciones de importaciones argentinas de bienes por los que el importador local que toma la cobertura haya realizado pagos anticipados al exportador del exterior o respecto de las cuales se hubiese abierto una carta de crédito de importación emitida por un banco local[43].

6. Características generales de los contratos de ISDA

6.1. Consideraciones generales

A partir de 1985 ha surgido en el ámbito internacional la Asociación Internacional de Swaps y Contratos de Derivados (*Internacional Swaps and Derivatives Association (ISDA)*), la cual constituye una asociación de alrededor de 380 entidades que negocian u operan contratos de derivados. Una de las actividades principales llevadas a cabo por esta institución fue la realización de contratos estandarizados para llevar a cabo estas funciones, y su difusión entre todos sus miembros en el mundo[44]. Para ello, esta asociación ha creado los denominados contratos marco ISDA que son de amplia utilización mundial para la negociación en forma privada u *over the counter* de los contratos de derivados, ya que su contenido cumple con los estándares internacionales adecuados para controlar los riesgos de este tipo de operaciones.

Los objetivos principales de ISDA son:

- (i) promoción de prácticas eficientes para la realización de negocios, y el desarrollo y actualización de la documentación de los derivados.
- (ii) promoción de la difusión de un adecuado análisis de riesgos.
- (iii) establecimiento de altos estándares de conducta comercial.
- (iv) promoción del entendimiento de este tipo de contratos al público internacional, y a los legisladores.
- (v) creación de un foro para la discusión de temas relacionados con estos contratos.

En el ámbito de la República Argentina, existe también la Asociación de Derivados Argentina, que es una fundación argentina para el desarrollo y promoción de los productos derivados, cambiarios, financieros y físicos del país. Su misión es difundir, investigar, y promover las actividades, funcionamiento y el desarrollo de los mercados de productos derivados de Argentina.

6.2. Características principales de los contratos ISDA

Los contratos ISDA fueron creados con la finalidad principal de estandarizar la documentación utilizada para la celebración de los contratos de derivados. La razón de

esta necesidad de “estandarización” es que la celebración de este tipo de contratos implica un riesgo para las partes que deben cubrir a través de la celebración de otros contratos con las mismas condiciones, y que dichas condiciones sean aceptables internacionalmente.

En el supuesto de que en un contrato se tome y se otorgue cobertura en condiciones diferentes, podría ocurrir que el tomador del riesgo se viese afectado, y que no cuente con la cobertura que creía tener. Los contratos de ISDA son utilizados de manera generalizada entre los participantes más importantes del mercado, los que no admiten la celebración de estos contratos bajo otras modalidades, ya que su utilización les permite calzar los riesgos de las distintas operaciones en las que participan.

Estos contratos se estructuran a partir de distintas secciones, tal como desarrollará a continuación y le permiten a las partes celebrar operaciones específicas con mucho dinamismo y versatilidad, con la tranquilidad de contar con un marco regulatorio pactado con anterioridad.

Estas secciones son:

(i) Contrato Marco (*Master Agreement*): es un documento estándar que no se altera siendo igual para todo el mercado. La firma de este contrato no implica para las partes la obligación de celebrar operaciones, sólo establece el marco normativo en el que se realizarán las operaciones, en el caso que efectivamente las partes decidan celebrarlas.

Cabe destacar que el contrato marco es un acuerdo de voluntades tendiente a la conclusión, eventual y rápida conforme a las condiciones previamente estipuladas entre las partes, de futuras operaciones entre las partes. Tienen como principal finalidad la voluntad de celebrar sucesivas operaciones bajo un determinado régimen. Estas operaciones individuales conforman contratos distintos, por lo tanto existiría un doble consentimiento, el que se presta al celebrar el contrato marco, y el prestado al celebrar cada operación. Finalmente, en los casos en que los contratos marco determinen las reglas bajo las cuales serán sometidas las relaciones posteriores entre las partes mediante las distintas operaciones, sus cláusulas prevalecen sobre estos últimos, salvo que se especifique lo contrario[45].

Algunos autores los clasifican como contratos normativos, estableciendo que “habrá contrato normativo cuando dos o más personas, teniendo en vista que en el futuro pueden constituir entre ellas relaciones jurídicas plurales, determinan la disciplina por la cual quedarán regidas cuando tales relaciones jurídicas, efectivamente se constituyan[46]”.

Estos contratos contienen las siguientes características: (a) las partes no quedan obligadas a contratar, ellas acuerdan las relaciones jurídicas futuras y eventuales que en caso de concretarse quedarán sujetas a las disposiciones del contrato normativo; (b) el contrato no se agota, ni se extingue por los sucesivos actos o contratos que se celebren en el futuro, los cuales quedan comprendidos bajo su órbita; (c) estos actos pueden tener el carácter de homogéneos o heterogéneos, y respecto de ellos el contrato normativo tiene únicamente la función de unificación de su régimen y coordinación, sin que resulte necesario que determine todos los elementos esenciales; y (d) es un *pactum de modo contrahendi*, y a diferencia de un contrato preliminar, no existe una acción para exigir su cumplimiento que en caso de no llevarse a cabo se resuelva por daños y perjuicios[47].

(ii) Anexo al Contrato Marco (*“Schedule to the Master Agreement”*): se incorporan las modificaciones que fijan las partes para esa relación particular y concreta entre ellas.

Constituye un complemento del contrato marco, manteniéndolo inalterado en su esencia.

(iii) Confirmación (*Confirmation*): constituye la celebración de la operación en concreto, en el marco contractual antes mencionado. Esta confirmación tiene como antecedente un llamado telefónico o un *e-mail* y posteriormente un envío de fax o documento firmado. En síntesis, se establecen los términos y condiciones puntuales de cada operación.

(iv) Documentación de Soporte del Crédito (*Credit Support Documentation*): constituye la documentación respecto de las garantías utilizadas para la celebración, en el caso que se establezcan por las partes.

III. La Participación de los Contratos de Derivados en la Actual Crisis Financiera Mundial [arriba]

1. La evolución de la crisis financiera mundial y la necesidad de avanzar con su regulación internacional

Actualmente nos encontramos inmersos en una crisis financiera mundial muy seria cuyas consecuencias tienen y seguirán teniendo efectos directos en todas las economías del mundo. Esta crisis ha comenzado por el sistema financiero principalmente, pero sus efectos negativos no se limitan a ese sector sino que se expanden a toda la sociedad y en mayor o menor medida a todos los países del mundo. Puede considerarse a esta crisis como el fin de una era, ya que a partir de ella los gobiernos principalmente americanos y europeos se han visto forzados a participar en el mercado a fin de rescatar tanto al sistema financiero como al propio mercado. Asimismo, las compañías financieras han tenido que aceptar rescates y ceder una participación de su capital al estado.

Decididamente, además de las consecuencias de una estatización parcial del mercado, el precio a pagar por esta crisis indudablemente será una regulación más estricta de la actividad financiera.

En este sentido, puede destacarse que la crisis actual ha sido causada, entre otros factores, por la utilización indiscriminada de contratos de derivados, circunstancia que muchos analistas[48] han atribuido a la existencia de excesiva liquidez, ahorros provenientes de los nuevos participantes del mercado como China e India, y a la ambición desmedida de los banqueros. Sin perjuicio de ello, a quienes opinan que la falta de regulación ha sido la principal causa de esta crisis[49].

El dinero a muy bajo costo y los ahorros de los gigantes asiáticos han tenido un rol fundamental en la crisis, pero también corresponde resaltar que durante los últimos 30 años las corrientes intelectuales han propugnado el liberalismo del mercado y han estado en contra de su regulación. Más aún, cada paso que se dio hacia la desregulación tuvo como antecedente alguna falla del sistema.

Inicialmente, esta necesidad de desregulación existió cuando se tomó la medida sobre la libre cotización de las distintas monedas. Una de las razones de esta medida fue que en 1971 Richard Nixon decidió, a fin de resolver la crisis de déficit fiscal provocada por la costosa guerra de Vietnam, suspender la convertibilidad del dólar contra el oro. Esta determinación significó la terminación del sistema Bretton Woods, creado a fines de la Segunda Guerra Mundial, que establecía tipos de cambio fijos para las distintas monedas y limitaba la libre transferencia de capital entre países, imponiendo condiciones estrictas en el mercado de cambios.

Una vez que las monedas pudieron cotizar libremente el mundo sufrió un profundo cambio por el hecho de que las compañías que tenían costos en una determinada moneda e ingresos en otra, necesitaban cubrir sus riesgos de tipo de cambio. A raíz de ello, en 1972 un abogado llamado Leo Melamed ideó, advirtiendo esta nueva necesidad del mercado, los futuros de monedas en la Bolsa de Comercio de Chicago. Sin perjuicio de que los contratos de futuros de *commodities* existieron por más de un siglo habilitando al sector agropecuario a asegurarse de la disminución del precio de sus cosechas, el Sr. Melamed advirtió que los futuros financieros resolverían necesidades más amplias y diversas, lo que aumentaría su atractivo y provocaría su utilización generalizada.

Por ello, no fue casualidad que Chicago se transformara en el epicentro de la economía de libre mercado. Sus seguidores[50] argumentaban que la economía basada en la teoría de Keynes con énfasis en la intervención del Estado había fracasado, y que los mercados tendrían mejores resultados al invertir el capital que los burócratas. Basados en esta corriente, tanto los gobiernos de Ronald Reagan como de Margaret Thatcher, apoyaban la idea de que la libertad de los mercados traería mayores ganancias económicas y que solidificarían el apoyo popular hacia causas “conservadoras”. Consideraban que una Nación con gran número de propietarios de inmuebles sería más resistente a altos impuestos y a ataques de la izquierda a la economía. Estos mercados más liberales, con controles de crédito más flexibles y gran número de prestadores en el mercado inmobiliario, facilitaron la obtención de hipotecas por la gente común.

Otra consecuencia del sistema de la libre cotización de monedas, fue la eliminación de las restricciones para la transferencia de capitales hacia el exterior. Sin perjuicio de ello, en algunos casos como los de los gobiernos de Europa continental, todavía se temía al efecto destabilizador de los flujos de monedas, y por ello crearon el Sistema Monetario Europeo como respuesta. Pero tanto Reagan como Thatcher optaron por abolir los controles, lo que produjo importantes apreciaciones del dólar y la libra esterlina, causando problemas a los exportadores y aumentando la recesión en los inicios de 1980. Pero el resultado inmediato fue que las compañías de seguros y los fondos de pensiones pudieron transferir dinero al exterior.

Con el paso del tiempo, ese hecho modificó la estructura del mercado financiero. Los bancos de inversión, tradicionalmente negocios muy acotados, fueron llevados por la necesidad de obtener capital al abandonar su estructura societaria cerrada y a obtener financiamiento a través de su salida al mercado mediante la cotización de sus acciones o a unirse a bancos comerciales. Esto provocó en 1999 la derogación de la *Glass Steagall Act*[51], que separaba la banca comercial de la banca de inversión. Los bancos comerciales tenían como negocio principal y altamente competitivo, el otorgamiento de préstamos a grandes compañías y una banca minorista que requería la existencia de una costosa estructura de sucursales. Durante los años 80 los precios de los bienes (propiedades, bonos y acciones) fueron aumentando, y tanto la negociación como los préstamos garantizados con estos bienes fueron muy lucrativos. Mientras la industria financiera prosperaba, su participación en el mercado americano se incrementó de un 5,2% en 1980 a un 23,5% en 2008.

Siguiendo este proceso, a medida que la actividad bancaria se fue ampliando se fue al mismo tiempo complicando. Con la colaboración de académicos, los financistas comenzaron a seleccionar varios componentes del riesgo de las operaciones a fin de negociarlos en forma separada.

Nuevamente, Chicago jugó un papel muy importante en este proceso. Los contratos de opciones que fueron utilizados desde la antigüedad, durante 1970 fueron se incrementó su uso de forma explosiva, y a raíz de ello, en 1973 se creó la *Chicago Options Exchange* como un mercado para su negociación. El atractivo de estos contratos radica en la característica de asemejarse a un seguro, mientras que los contratos de futuro

bloquean la posición del comprador o vendedor obligándolos a vender o comprar un determinado bien.

La siguiente etapa del desarrollo de la administración del riesgo fue la creación de los contratos de *swap*. Los mercados de bonos inicialmente fueron domésticos, con compradores interesados en emisores de sus mercados domésticos. La libre cotización de monedas potenció la práctica del arbitraje, al emitir bonos en una moneda e intercambiarlos por otra, creando menores tasas de interés para ambos tomadores. Inmediatamente surgieron a partir de los *swaps* de monedas, los de tasa de interés. Tomadores con pasivos a tasas de interés variables podían intercambiarlas mediante *swaps* por pasivos a tasa fija. Esto permitió a las compañías (y a especuladores) intercambiar su exposición de riesgo dependiendo de su análisis de la evolución las tasas de interés.

La etapa final surgió recién en la última década con los *Credit Default Swaps*[52](CDS) que permitían a inversores separar el riesgo de la evolución de la tasa de interés, del riesgo de incumplimiento de pago del tomador. A través del pago de una prima, una parte en un CDS podía asegurarse ante la ocurrencia de un *default*. La utilización de este tipo de derivados ha sido explosiva hasta la actualidad.

Los futuros, las opciones y los *swaps*, poseen la misma característica distintiva, esto es una pequeña posición inicial puede derivar posteriormente en una posición enorme. Las consecuencias de esta características son: (i) los futuros son celebrados con un depósito muy pequeño o margen; (ii) los vendedores de opciones deben cubrir las pérdidas de los compradores que podrían resultar muy superiores al valor de la prima; y (iii) la exposición neta de una contraparte en un *swap* puede ser pequeña pero su posición bruta podría ser enorme, lo cual significa un problema si dicha parte incumple sus obligaciones. Esta característica de los derivados dificultó la tarea de los reguladores de mantener el registro de las exposiciones de las compañías, y durante años la política se concentró en mejorar la infraestructura del mercado, y asegurarse de que las operaciones fueran documentadas correctamente o celebradas en cámaras compensadoras.

Sin perjuicio de ello, gradualmente las autoridades empezaron a adoptar generalizadamente estos contratos, ya que apoyaban la teoría de que si permitían a las empresas e inversores discriminar el riesgo, los mercados y las economías crecerían enormemente.

Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal durante el período 1987-2006, estaba a la vanguardia de este pensamiento y consideraba que la posibilidad de obtener ganancias de operaciones de préstamos y transferir el riesgo, es un gran beneficio para los bancos y otros intermediarios financieros, que a fin de obtener un buen retorno de su capital, deben apalancar sus balances mediante la aceptación de depósitos o incurrir en deudas. Un vehículo destinado a transferir el riesgo fuera de esos préstamos altamente apalancados que los originan, resulta crítico para la estabilidad de la economía sobre todo en un mundo globalizado.

La denominada securitización, que ha estado en el centro de la presente crisis junto con los derivados, también surgió en 1970 y consiste en la creación de una cartera de préstamos, y su posterior venta a inversores a través de títulos representativos de esos préstamos, los cuales son garantizados con el repago de los mismos. El mercado principal para esta securitización han sido las hipotecas americanas denominadas *subprime*.

En primer lugar el término *subprime* significa el otorgamiento de préstamos hipotecarios a deudores que no califican para obtener tasas de interés de mercado porque no cumplen con los estándares crediticios apropiados. Estos préstamos

hipotecarios son considerados riesgosos tanto para el deudor como para quien otorga el préstamo, generalmente bancos. Debido a su carácter más riesgoso, los bancos tienden a fijar tasas de interés más elevadas que las fijadas para préstamos hipotecarios comunes.

Las estadísticas del mercado americano demuestran que durante 2006, el 21% de los préstamos hipotecarios eran de carácter *subprime*, respecto del 9% que representaban entre 1994-2004. Durante 2005 estos préstamos alcanzaron la cifra de US\$ 805 mil millones y en 2006 US\$ 600 mil millones[53].

La decisión de los bancos de otorgar estos préstamos estaba basada en estudios de mercado que concluían en que el precio de la propiedad estaba en alza. En este sentido, consideraban que si el deudor no podía cancelar su deuda, igual recuperarían el monto del préstamo, procediendo a la venta de la propiedad a un precio de mercado mayor al existente al momento de ser otorgado éste.

Asimismo, con el objetivo de reducir el riesgo y poder otorgar más préstamos hipotecarios, los bancos crearon con estas hipotecas unos productos estructurados financieros, asimilables a fideicomisos financieros, mediante la emisión de valores negociables[54] denominados *Mortgage backed securities* o *collateralized debt obligations* (CDOs)[55] que luego vendían a instituciones financieras y distintos inversores en todo el mundo. Estos instrumentos financieros también fueron objeto de contratos de derivados entre los distintos participantes del mercado.

Los CDOs son productos estructurados que pueden variar en su creación o activo subyacente, pero su principio básico se repite. Esencialmente se crea una sociedad que es la titular de los activos en garantía, y vende flujos de caja a inversores. Esta estructura se crea a través de un vehículo especial denominado *Special Purpose Vehicle* el cual adquiere un portfolio de créditos, que incluyen valores negociables garantizados con hipotecas (*mortgage-backed securities*), deuda inmobiliaria (*Real Estate Commercial Debt*), etcétera.

Esta sociedad vehículo emite diferentes clases de títulos de deuda y acciones y el flujo resultante de la venta es utilizado para adquirir el portfolio de créditos. Los títulos de deuda y las acciones tienen derecho a cobro sobre el flujo de fondos derivados del portfolio de créditos, conforme a la prioridad de pagos establecidas en los documentos de la transacción. Los títulos *senior* (*Senior notes*) tienen prioridad de pago sobre los títulos *junior* (*Junior Notes*). Por lo tanto, las pérdidas son primero absorbidas por las acciones, luego por los títulos *junior* y finalmente por los *senior*. Debido a ellos, las acciones y los títulos tienen diferentes combinaciones de riesgo y retorno y representan el mismo portfolio. El inversor de CDO tiene una posición en la sociedad creada con un riesgo definido y un premio, pero no directamente en el activo subyacente.

El organizador de los CDOs, que generalmente es un banco de inversión, cobra una comisión por la administración del portfolio y una comisión por la emisión del título.

El inicio de la crisis ocurrió cuando el precio de mercado de las propiedades se depreció principalmente a causa de la disminución de la demanda de inmuebles, provocada por el aumento del costo de los inmuebles y de la tasa de interés de los préstamos. La suba de las tasas se debió entre otras razones al aumento de tasa de referencia establecida por la Reserva Federal de los EE.UU., la cual había permanecido a niveles muy bajos durante el período de Alan Greenspan. Esto causó que el mercado inmobiliario comience a desacelerarse y caer, provocando que los deudores de hipotecas *Subprime* se vieran imposibilitados de pagar sus deudas, y los precios de los inmuebles se depreciaran. Esta circunstancia desencadenó la imposibilidad de pago de los productos financieros, y contratos de derivados, creados a partir de estas hipotecas

como los CDOs, debido a que el producto subyacente, las hipotecas, estaba en crisis por falta de pago de los deudores.

Cabe destacar que el negocio de los productos estructurados y de los contratos de derivados fue alentado por las autoridades, ya que los consideraban como una alternativa para la administración del riesgo. Resulta evidente que la situación parecía beneficiosa para todos los participantes del mercado, los bancos cobraban comisiones por originar esos préstamos, sin la carga de tener que incluirlos en sus balances (que hubiera restringido su capacidad para otorgar préstamos) y los inversores obtuvieron bienes más rentables con un retorno mayor que los bonos del gobierno y diversificación del riesgo. Con el correr del tiempo, este negocio se volvió cada vez más complicado incorporando nuevos elementos.

Resulta relevante destacar que la securitización y los contratos de derivados abrieron una nueva vía de crecimiento para los bancos, porque a partir de ella los bancos no debían únicamente limitarse a obtener depósitos de los clientes minoristas, procedimiento que resulta lento y costoso, sino que les permitió obtener financiamiento a través del mercado.

Ante la rápida evolución de la utilización de estas estructuras, los reguladores se mantuvieron en cierta medida pasivos, y las crisis ocurridas durante los años 90 de las firmas *Drexel Burnham Lambert* y *Baring Brothers* fueron consideradas como problemas puntuales del deficiente manejo de fondos y no se los analizó como un problema sistémico. Más aún, los distintos gobiernos, en lugar de analizar la necesidad de una regulación, optaron por rediseñar sus estructuras de contralor unificándolas para facilitar su tarea.

Las autoridades intentaron regular detalladamente la actividad bancaria a través del Acuerdo de Basilea, que en 1988 estableció estándares mínimos de capital. Los bancos han sido siempre en cierta medida débiles dentro del sistema financiero ya que padecen una suerte de descalce entre sus activos y pasivos. Esto se debe a que sus activos son mayormente préstamos a largo plazo otorgados a compañías y consumidores, y sus pasivos son los depósitos de los consumidores y compañías que pueden ser retirados en cualquier momento. Una corrida bancaria es casi imposible de resistir ya que los activos necesarios para pagar dichos depósitos, no son susceptibles de inmediata realización. Uno de los principales objetivos del Acuerdo de Basilea fue evitar el problema de incumplimiento de los grandes tomadores de préstamos, imponiendo a los bancos la obligación de asignar capital para el pago de dichas contingencias. Esta obligación resulta muy gravosa para los bancos, y los ha llevado a buscar una alternativa para transferir activos fuera de su balance. La securitización constituyó una de dichas alternativas, y los vehículos creados con las hipotecas *sub-prime* fue otra. La tercera fue reducir el riesgo del incumplimiento de los tomadores de préstamos a través de los CDS. Resulta relevante destacar que cuando los mercados recientemente colapsaron, existía la amenaza de que estos activos volvieran al balance, lo cual constituyó el principal problema de la crisis.

Una de las principales consecuencias de la crisis será la necesidad de avanzar con la regulación de la utilización de los contratos de derivados en ciertos aspectos esenciales, ya que han tenido un papel importante desde los inicios de la crisis, y su utilización en cierta forma desmedida ha potenciado las consecuencias negativas de la crisis en la economía. La regulación debería avanzar en los siguientes aspectos esenciales:

a) la necesidad de aplicación de un sistema contable que refleje correctamente los precios de mercado, lo que implica que muchas instituciones deberán establecer el valor de sus activos al precio de mercado corriente.

b) el denominado riesgo de contraparte, causante de que una institución se encuentre en problemas con sus operaciones. Este aspecto estaría fundamentado en la circunstancia de que la decisión de la Reserva Federal de ofrecer una liquidez de emergencia a *Bear Sterns* para facilitar su adquisición por *JP Morgan Chase* no se debió principalmente a los estados contables de *Bear Sterns*, sino el rol central que tenía esta entidad en los *credit-default swaps*[56] y *swaps* de tasas de interés.

c) el excesivo apalancamiento[57], como en el caso de las instituciones que estaban expuestas a complejos instrumentos como CDOs, y que con un mínimo deterioro en el valor del activo subyacente las pérdidas podían escalar desmedidamente.

d) características esenciales del sistema bancario como la utilización de los préstamos interbancarios, lo que puede fácilmente provocar que la crisis de cualquier entidad tenga un efecto encadenado perjudicial para el resto de las entidades del sistema.

e) la participación de las agencias calificadoras de riesgo, en el sentido de que eran los mismos emisores de títulos las que contrataban a las calificadoras, en ciertos casos sin garantizar una absoluta independencia de criterio al realizar las evaluaciones. La *Securities and Exchange Commission* se encuentra analizando una nueva normativa tendiente a regular el rol que tienen las agencias calificadoras de riesgo en la precipitación de la crisis antes mencionada. Esta norma pretende alterar significativamente los roles y responsabilidades de los participantes en el mercado de productos estructurados, y derivados.

Sería una equivocación argumentar que si los políticos hubieran estado a cargo de las operaciones de derivados en lugar de los banqueros hubieran sido más prudentes. Resulta evidente que los políticos en gran medida alentaban estas operaciones. Este hecho puede probarse en el caso de los EE.UU., por la sanción de la ley *Community Reinvestment Act* de 1977 mediante la cual se requirió a los bancos que cumplieran con las “necesidades crediticias” de toda la comunidad. En la práctica esto significó una política social, caracterizada por más préstamos para la gente necesitada. En este sentido, también financiadas por el gobierno, se crearon las instituciones *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, dos gigantes del mercado hipotecario que fueron alentados a garantizar una amplia gama de préstamos durante los 90. No puede negarse que los políticos han sido ampliamente beneficiados con las consecuencias de la desregulación, ya que por un lado han obtenido importantes contribuciones para sus campañas por parte del sector financiero, y por el otro lado han recibido mayor apoyo por parte de votantes felices por ser propietarios de inmuebles y aumentar su nivel de vida.

Los efectos de la utilización de los derivados han sido durante los últimos años muy beneficiosos para la mayoría de los participantes del mercado, incluyendo banqueros, políticos y la gente con menos recursos, ya que les ha posibilitado el acceso al crédito y a una vivienda propia. Demonizar a los derivados desconociendo sus virtudes, sin tener en consideración los beneficios que ha traído su utilización, sería llegar a una conclusión muy apresurada y simplista. La reglamentación del uso de estos contratos es perfectible, y debe desarrollarse para impedir el uso desmedido de los mismos, lo cual ha aparejado muchas de las graves consecuencias que pueden advertirse en la actualidad. Pero resulta innegable la importancia que han tenido en el crecimiento de la economía, y quizás el uso desmedido de estos contratos no sea consecuencia directa de sus características propias y de su naturaleza jurídica, sino de su falta de regulación alentada por los beneficios a corto y mediando plazo que existieron y existen a partir de su utilización.

La historia ha demostrado en múltiples ocasiones que primero se suscitan las crisis sociales, políticas y económicas, y luego a partir del análisis de sus causas, se evidencia la necesidad de crear una reglamentación en torno a evitar que vuelvan a ocurrir en el futuro. Esto significa que generalmente los acontecimientos van siempre

un paso adelante que su reglamentación, ya que en pocas ocasiones la legislación tiene efectos preventivos, en la mayoría de los casos surge en forma posterior con la finalidad de corregir los errores y excesos que han acontecido.

Ejemplos de esta circunstancia pueden encontrarse en colapso de la bolsa de valores de 1929 o el *Gran Crack*, que constituyó hasta el momento la más devastadora caída del mercado de valores de la historia. A partir del análisis de las causas que la originaron, surgió la necesidad de la creación de la *Securities and Exchange Commission* como organismo de contralor federal cuya función principal es proteger a los inversores y mantener la integridad del mercado de capitales. Posteriormente, también surgió la necesidad del dictado de dos leyes troncales para la regulación del mercado de capitales tanto primario como secundario, que son la *Securities Act de 1933*[58] y la *Securities Exchange Act 1934*, con el objetivo de que el inversor vuelva a confiar en el mercado de capitales a través de una estructura de control de gobierno de estas operaciones.

En este mismo sentido, a partir del escándalo de la quiebra del gigante energético Enron en 2001, se evidenció que los principios contables utilizados para valorar los activos de la compañía, sus sistemas de control internos, y de obligación de proveer al mercado la información relevante, funcionaban en forma deficiente. Luego del análisis de las causas de este escándalo, surgieron importantísimas regulaciones como la *Sarbanes Oxley Act* dictada en 2002, conocida como la reforma de las normas de auditorías contables, la cual impone estándares muy altos a todas las compañías que se encuentran en oferta pública sobre administración, auditoría, expresión de información contable y revelación de información confidencial, con la finalidad también de garantizar la confianza de los inversores en el mercado de valores.

Cabe expresar que en la crisis financiera actual la historia se repite, y que lo mismo ocurrirá a partir de ella, primero se analizarán las causas que la suscitaron, y de dicho análisis surgirá la necesidad de corregir los errores y abusos cometidos a través de una regulación más estricta sobre, entre otras cosas, la utilización de los derivados, siempre con la finalidad de evitar terribles consecuencias y de garantizar la confianza en el mercado.

IV. Las Necesidades Específicas de Regulación de los Contratos de Derivados en el Marco de la Legislación Argentina [arriba]

En el capítulo anterior se ha realizado un análisis detallado de la participación de los contratos de derivados en la actual crisis financiera y de su necesidad de reglamentación. Resulta relevante analizar también ciertas necesidades específicas de reglamentación que tiene nuestro ordenamiento jurídico local, que han existido en forma previa a esta crisis.

A tal fin, cabe tener en cuenta la estructura de los contratos internacionalmente utilizados de ISDA. Algunos de los artículos más relevantes de estos contratos son el art. 5° denominado “Eventos de Incumplimiento y de Terminación” y el art. 6° “Rescisión Anticipada”, cuya aplicación en un escenario de concurso o quiebra de una contraparte argentina se vería entorpecida a raíz de las disposiciones de nuestra Ley de Concursos y Quiebras 24.522. En el presente capítulo se analizarán en detalle las disposiciones de dichos artículos, y su posibilidad de aplicación conforme a nuestra normativa concursal.

1. Artículos específicos del contrato de ISDA sobre “Eventos de Incumplimiento y de Terminación” y “Rescisión Anticipada”

1.1. Eventos de Incumplimiento y de Terminación

El art. 5° se denomina “Eventos de Incumplimiento y de Terminación” (*Events of Default and Termination Events*). Las disposiciones de este artículo establecen que los eventos de incumplimiento son directamente atribuibles a alguna de las partes, y los eventos de terminación[59] obedecen a causas no imputables a ellas. Asimismo, se establecen ocho eventos de incumplimiento[60], entre los cuales se encuentra la insolvencia de alguna de las partes. Cabe destacar que la ocurrencia de alguno de estos eventos de incumplimiento faculta a la parte afectada a resolver todas y cada una de las operaciones específicas celebradas al amparo del mismo.

Respecto de la causal específica de insolvencia, esta cláusula clasifica los distintos procedimientos concursales entre aquellos ocurridos a decisión de alguna autoridad administrativa, aquellos solicitados por la contraparte insolvente, y aquellos iniciados a solicitud un tercero. En los primeros dos casos, el evento de incumplimiento se configura inmediatamente, mientras que en el tercero se establece un período de gracia de quince días antes de que se configure.

1.2. Rescisión Anticipada

El art. 6° del contrato ISDA regula la rescisión anticipada y el cálculo del monto a pagar denominado *Close-out Netting*. Si bien el concepto de *Close-out Netting* puede asimilarse al concepto de compensación previsto por el Cód. Civ.[61], y esa asimilación de conceptos resulta en principio acertada, en realidad la compensación o *neteo* previsto en los contratos de ISDA excede la compensación ya que es un proceso que incluye la conversión de obligaciones de dar activos subyacentes en deudas de valor, la compensación de tales deudas convertidas y la extinción de las obligaciones. Asimismo, las consecuencias de este tipo de compensación o *neteo* no son únicamente de carácter jurídico, sino que su principal efecto es económico y contable, ya que es una disposición destinada a reducir el riesgo de incumplimiento de contraparte, limitando el importe o valor de la eventual falta de pago de la contraparte, a la diferencia entre las prestaciones debidas por dicha parte.

El artículo establece que la parte afectada con un incumplimiento que continúe en el tiempo[62], tiene derecho a fijar la fecha de rescisión anticipada para todas las operaciones pendientes antes de la ocurrencia de un evento de incumplimiento que no haya sido subsanado. En caso de que la parte cumplidora fije una fecha de rescisión anticipada, la culminación anticipada ocurrirá en tal momento, no obstante que el evento de incumplimiento haya sido subsanado o no.

Sin perjuicio de este procedimiento, las partes también podrán establecer mediante un acuerdo particular, la rescisión anticipada automática, en virtud de ciertos eventos de insolvencia o quiebra. A diferencia del caso anterior, en este caso la fecha de rescisión anticipada será igual a la fecha en la que tome lugar la causal de incumplimiento y no se requerirá ninguna notificación.

Cabe destacar que las consecuencias del sometimiento a las disposiciones de rescisión anticipada automática son complejas y su validez y oponibilidad en un proceso de insolvencia o quiebra puede variar en cada una de las jurisdicciones donde se encuentren constituidas las contrapartes, como es el caso de la legislación argentina.

La ventaja principal de la rescisión anticipada automática es que la compensación y el *neteo* correspondientes ocurrirán antes del inicio del proceso de insolvencia.

Cuando una transacción es dejada sin efecto, las partes dejan de estar obligadas a realizar pagos o entregas físicas respecto de operaciones cuyos plazos venzan luego de la fecha de terminación anticipada, y estas obligaciones son reemplazadas por un monto de terminación anticipada que se calcula de acuerdo al art. 6 (e).

1.3. Cálculo del monto a pagar (Neteo) y Compensación

El art. 6 (e) establece que inmediatamente después de la ocurrencia de la fecha de rescisión anticipada, cada parte deberá efectuar los cálculos correspondientes para determinar el monto de rescisión anticipada a pagar. El monto de rescisión anticipada deberá ser pagado: (i) en la fecha en que se hace efectiva la determinación del referido monto cuando se esté frente a la ocurrencia de un evento de incumplimiento; o (ii) dos días hábiles después de la fecha en que se hace efectiva la determinación del referido monto, cuando se esté frente a la ocurrencia de un evento de terminación[63].

Para el cálculo del monto de la liquidación (*Close-Out Amount*), la parte cumplidora determinará el monto de las pérdidas o costos incurridos o las ganancias realizadas teniendo en cuenta el equivalente económico de las transacciones terminadas. Es decir, se realiza aplicando el principio del costo de reemplazo de dicho contrato, teniendo en cuenta como parámetros cotizaciones e información relevante del mercado provistas por terceras partes. Para tales efectos, las partes deberán actuar de buena fe y utilizar procedimientos comerciales razonables. Este cálculo deberá efectuarse en el día o los días siguientes a la fecha de terminación anticipada en la medida en que sea comercialmente razonable, y no deberá tomar en cuenta sumas pendientes de pago, honorarios legales y ciertos gastos.

Los pagos bajo una terminación anticipada contendrán los siguientes componentes: (i) pagos por obligaciones que eran exigibles, pero que no fueron cancelados antes de la fecha de rescisión anticipada; (ii) pagos por obligaciones que debieron ser exigibles antes de la fecha de terminación anticipada si todas las condiciones para el pago hubiesen sido satisfechas, o si la fecha de terminación anticipada no hubiese sido fijada; y (iii) pagos por el valor futuro de las transacciones terminadas. Las sumas referidas en los puntos (i) y (ii) precedentes se refieren a las sumas impagas y las referidas en el punto (iii) precedentes se encuentran dentro de la definición de *Close-Out Amount*.

Respecto de la moneda de pago, se establece que los pagos a ser efectuados bajo una rescisión anticipada, deberán ser efectuados en la moneda de terminación. Si las partes no establecen la moneda, se presumirá que son Dólares Estadounidenses.

Asimismo, la cláusula de compensación establece que ante la ocurrencia de un evento de incumplimiento que genere que todas las transacciones pendientes de pago sean transacciones afectadas, el monto de rescisión anticipada debido podrá ser reducido a opción de la parte afectada contra cualquier suma debida a su favor por la contraparte, sin necesidad de notificar dicha situación a esta última. Ello podrá realizarse sin perjuicio de que las sumas contra las cuales se realizará la compensación hayan sido generadas bajo el Acuerdo Marco o las mismas se encuentren vencidas, sean contingentes o hayan sido pactadas en monedas diferentes.

2. Tratamiento de los contratos de derivados por la Ley de Concursos y Quiebras 24.522

De acuerdo con la estructura de los contratos de ISDA, resulta relevante analizar si nuestra legislación concursal permite la aplicación de tres disposiciones fundamentales para la ejecución de un contrato de derivado, requerido por el estándar internacional[64], las cuales son:

a) *La posibilidad de rescisión anticipada o automática ante el concurso o quiebra de la contraparte.* Esto es que el concurso o quiebra de una contraparte sea una causal de rescisión anticipada.

b) La posibilidad de compensación de posiciones (neteo). El derecho de calcular daños en relación con la terminación anticipada del contrato. El derecho a compensar obligaciones exigibles a través de la compensación o *neteo*, en referencia a cualquier obligación pendiente de las partes respecto de cualquier contrato que hayan suscripto entre ellas.

c) La ejecutabilidad automática y extrajudicial de garantías. El derecho a retener los pagos y las transferencias de las garantías realizadas anteriormente al procedimiento de concurso o quiebra de alguna contraparte. El derecho de ejecutar la garantía para el pago de los daños.

Los contratos de derivados pueden encuadrarse dentro del concepto de contratos en curso de ejecución con prestaciones recíprocas pendientes. Cabe destacar que nuestra legislación concursal tiene carácter de orden público, por lo tanto sus disposiciones resultarán aplicables sin perjuicio de lo que establezcan las partes en forma contractual. Como se desarrollará a continuación nuestra normativa concursal no contempla la aplicación de las tres disposiciones antes mencionadas, con la excepción del art. 153, Ley de Concursos y Quiebras 24.522 (LCQ), que tiene una aplicación muy limitada.

Debido a que no existe una norma que defina expresamente que son los contratos de derivados con sus características, y que sólo son tratados tangencialmente por nuestra legislación, resulta relevante analizar el tratamiento y encuadre que podría otorgar un juez del concurso o quiebra al encontrarse con este tipo de contratos.

Respecto de los contratos de opciones un juez podría considerar que una opción:

(i) Es una promesa de contrato, por lo cual este contrato no sería exigible en virtud de que el art. 146 de la LCQ que establece que “las promesas de contrato o los contratos celebrados sin la forma requerida por la ley no son exigibles al concurso, salvo cuando el contrato puede continuarse por éste y media autorización judicial, ante el expreso pedido del síndico y del tercero, manifestado dentro de los treinta (30) días de la publicación de la quiebra en la jurisdicción del juzgado”.

(ii) Un contrato a término, por lo que se aplicaría lo dispuesto en el art. 153, LCQ.

(iii) Si se liquidara por diferencias o implicara la entrega efectiva de un activo y el consiguiente pago del precio, se podría considerar que se trata de un contrato en curso de ejecución, por lo tanto con prestaciones recíprocas pendientes, aplicando el art. 20 y 143 LCQ, tal como se desarrollará a continuación.

Respecto de los contratos a futuro o *forwards* el juez debería encuadrarse dentro del art. 153, LCQ.

Finalmente, respecto de los contratos de *swap*, el juez podría encuadrarlo como un contrato de ejecución continuada, con prestaciones recíprocas pendientes y aplicarle los artículos antes mencionados.

2.1. La posibilidad de rescisión anticipada ante el concurso o quiebra de la contraparte

Las partes en un contrato de derivados podrán pactar contractualmente la rescisión anticipada en caso de concurso o quiebra de la contraparte. Sin perjuicio de ello, ante el acaecimiento de dicha circunstancia, entrarán en vigor las disposiciones de la LCQ que regularán el caso.

2.1.1. Concurso

Para el caso de un escenario de concurso, el art. 20, LCQ establece que en los casos de contratos en curso de ejecución con prestaciones recíprocas pendientes[65] el deudor puede continuar con el cumplimiento de los contratos en curso de ejecución. Para ello, debe requerir autorización al juez, quien resuelve previa vista al síndico. Asimismo, la continuación del contrato autoriza al cocontratante a exigir el cumplimiento de las prestaciones adeudadas a la fecha de la presentación en concurso bajo apercibimiento de resolución. Las presentaciones que el tercero cumpla después de la presentación en concurso preventivo, gozan de privilegio previsto por el art. 240, LCQ [66]. El tercero puede resolver el contrato cuando no se le hubiese comunicado su decisión de continuarlo luego de 30 días de abierto el concurso.

Por lo tanto, conforme a lo dispuesto en este artículo, el deudor concursado tiene derecho a solicitar al juez la continuación del contrato con prestaciones recíprocas pendientes. Sin perjuicio de ello, pasados los 30 días sin que el deudor hubiera optado por el cumplimiento, el tercero cocontratante puede resolver el contrato sin necesidad de requerir el previo cumplimiento, para lo cual debe notificar al concursado y al síndico.

2.1.2. Quiebra

Para el caso de un escenario de quiebra, el art. 143 de la LCQ establece que a los contratos en curso de ejecución en los que al tiempo de la sentencia de quiebra no se encuentren íntegramente cumplidas las prestaciones de las partes, se aplican las siguientes normas:

- 1) Si está totalmente cumplida la prestación a cargo del fallido, el otro contratante debe cumplir la suya.
- 2) Si está íntegramente cumplida la prestación a cargo del contratante no fallido, éste debe requerir la verificación en el concurso por la prestación que le es debida.
- 3) Si hubiere prestaciones recíprocas pendientes, el contratante no fallido tiene derecho a requerir la resolución del contrato.

Para requerir la resolución del contrato, el tercero debe cumplir con el siguiente procedimiento:

- 1) Dentro de los 20 días corridos de la publicación de edictos en su domicilio o en la sede del juzgado, el tercero contratante debe presentarse haciendo saber la existencia del contrato pendiente y su intención de continuarlo o resolverlo. En igual término, cualquier acreedor o interesado puede hacer conocer la existencia del contrato y, en su caso, su opinión sobre la conveniencia de su continuación o resolución.
- 2) Al presentar el informe del art. 190,[67] LCQ, el síndico enuncia los contratos con prestaciones recíprocas pendientes y su opinión sobre su continuación o resolución. De acuerdo con el art. 191, LCQ, la autorización para continuar con la actividad de la empresa del fallido o de alguno de sus establecimientos será dada por el juez sólo en el caso de que su interrupción pudiera emanar una grave disminución del valor de realización o se interrumpa un ciclo de producción que puede concluirse.
- 3) El juez decide, al resolver acerca de la continuación de la explotación, sobre la resolución o continuación de los contratos. Esta disposición no se aplica, entre otros, a los contratos de ejecución continuada que quedan resueltos por la quiebra, los contratos a término (lo que será explicado a continuación), y los contratos de seguro.

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, el art. 153, LCQ, establece que, la quiebrade 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 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 se resuelve de pleno derecho sin adeudarse prestaciones.

2.1.3. Conclusión

Por lo expuesto, la resolución automática en caso de concurso o quiebra prevista en los contratos de ISDA se vería imposibilitada para ciertos casos por las disposiciones de la LCQ. Estos casos dependerán en principio del encuadre que los jueces otorguen a los distintos tipos de contratos de derivados (opciones, futuros o *forwards* y *swap*). Asimismo, también dependerá de si se trata de un concurso o una quiebra, ya que para el caso de los concursos se aplicaría el art. 20, LCQ, antes mencionado, no existiendo una disposición como el art. 153, LCQ, la cual sólo se aplica para los casos de quiebra.

Una primera y apresurada conclusión de las disposiciones del art. 153, LCQ, podría indicar que dicho artículo, para el caso de futuros y *forwards* (contratos a término), favorecería a la parte no fallida al disponer (i) su liberación de toda obligación en el caso de no existir diferencia en su contra al momento de la quiebra, y también (ii) que en el caso de existir diferencia en su contra, pueda elegir ingresar a la quiebra el monto menor entre la diferencia al momento de la quiebra, o al momento de la finalización del contrato.

Pero luego de un análisis más pormenorizado, puede concluirse que las disposiciones del art. 153, LQC, no resultan suficientes para poder aplicar las cláusulas rescisión anticipada o automática conforme a los estándares internacionales requeridos en los contratos de ISDA. En primer lugar, el artículo no determina si se refiere a los contratos a término celebrados en forma privada u OTC, o aquellos negociados en mercados institucionalizados. Podría concluirse que se trata de contratos a término negociados en forma privada, ya que aquellos que se negocian en mercados institucionalizados están encuadrados dentro de la normativa de dicho mercado en las que las pérdidas y las ganancias de las posiciones abiertas respecto de cada vencimiento se calcula diariamente, como la diferencia entre el precio de cierre del contrato para el día de cálculo y el precio de cierre para ese contrato el día anterior. Además, como ya fue mencionado, estos mercados se estructuran sobre la base de una cámara compensadora que actúa como contraparte en todos los contratos. En los contratos a término celebrados en forma privada, no existe un tercero, como una cámara compensadora que garantice las operaciones. Por ello, al momento de aplicarse el artículo este vacío legal podría dar lugar a distintas interpretaciones.

En segundo lugar, el artículo tampoco define en forma clara el concepto de “diferencia” para proceder a la liquidación del contrato a término, circunstancia que será desarrollada en el próximo punto al tratar el tema de la posibilidad de compensación de posiciones.

La rescisión anticipada o automática de los contratos de ISDA tiene por finalidad principal preservar a las partes del riesgo de tener la obligación de pagar por contratos en su contra, cuando al mismo tiempo no está recibiendo los pagos adeudados. Esta circunstancia se denomina internacionalmente como *cherry picking*, del deudor concursado o en quiebra, frente a la parte *in bonis*, que es el poder de seleccionar la continuación de aquellos contratos que le son favorables, y desechar aquellos que no lo

son. *Cherry picking* es la práctica de los síndicos, que buscan evitar todos los contratos que conllevan el pago de sumas de dinero por la compañía, al mismo tiempo que exigen los pagos emergentes de los contratos a favor de la compañía en liquidación. En síntesis, la exigibilidad de los contratos que dan ganancias y el rechazo de aquellos que dan pérdida[68].

Por ello, podemos concluir que nuestra legislación concursal no impediría la aplicación del principio de “*cherry picking*” sobre todo en un escenario de concurso, por lo tanto la aplicación de las cláusulas del contrato de ISDA sobre el tema se verían entorpecidas por nuestra legislación.

2.2. La posibilidad de compensación de posiciones (Neteo)

Los contratos de ISDA establecen la compensación de las obligaciones emergentes de diferentes contratos con una misma parte, en caso de ocurrir una rescisión anticipada a causa del concurso o quiebra de alguna de las partes. Resulta relevante destacar que nuestra LCQ establece expresamente en el art. 130 de la LCQ que la compensación sólo se produce cuando haya operado antes de la declaración de quiebra.

En este sentido, una vez declarada la quiebra o concurso, todos los acreedores quedan sometidos a las disposiciones de la LCQ, y sólo pueden ejercitar sus derechos sobre los bienes del deudor en la forma prevista por la LCQ. Por otra parte, todos los acreedores deben solicitar la verificación de sus créditos y preferencias sin poder cobrarse por otros procedimientos.

Asimismo, el art. 818 del Cód. Civ. establece que la compensación tiene lugar si dos personas, por su propio derecho, reúnen la calidad de acreedor y deudor en forma recíproca, cualesquiera que fuera la causa de una y otra deuda. La compensación extingue con fuerza de pago las dos deudas hasta donde alcance la menor de ellas desde el tiempo en que ambas comenzaron a existir.

Para que la compensación tenga lugar es preciso que ambas deudas consistan en cantidades de dinero o en prestaciones de cosas fungibles (son aquellas cosas susceptibles de ser reemplazadas por otras cosas de la especie y calidad) entre sí, de la misma especie y de la misma calidad. También tiene lugar entre cosas inciertas no fungibles, sólo determinadas por su especie, con tal de que la elección pertenezca a los deudores respectivamente. La compensación no procede si un tercero tiene derechos adquiridos en virtud de los cuales pueda oponerse legalmente.

En consecuencia, en líneas generales, podría concluirse que si una de las partes de un contrato derivado fuera declarada en concurso o quiebra, la compensación automática no sería procedente debido a que debería observarse el procedimiento de verificación de créditos establecido en la LCQ perdiéndose el carácter de “exigibilidad” requerido por la norma antes mencionada, para que opere la compensación.

Respecto de los contratos derivados concertados en el ámbito de un mercado institucionalizado, cabe destacar que el art. 53 de la Ley N° 17.811 dispone que “cuando un mercado de valores garantice el cumplimiento de las operaciones, debe liquidar las que tuviese pendientes 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”. Por su parte, el art. 54 de dicha ley dispone que “en los casos en que los mercados de valores no garanticen el cumplimiento de las operaciones deben expedir a favor del agente de bolsa que hubiese sufrido una pérdida como consecuencia del incumplimiento del otro contratante, un certificado en el que conste la suma de pesos moneda nacional de dicho incumplimiento. Este certificado constituye título ejecutivo para el cobro de la suma que figura en el mismo, contra el agente de bolsa deudor”.

Como fue analizado anteriormente, en el caso de concurso no existe la posibilidad de rescisión anticipada y compensación. Respecto de la quiebra el art. 153 que se aplica para los contratos a término, establece una excepción al principio establecido del art.130, LCQ, que no permite la compensación una vez dictada la declaración de quiebra. Es importante aclarar que dicho artículo sólo trata los contratos a término, que son sólo un tipo de contrato de derivado, existiendo también las opciones, *swaps*, etc., los cuales no quedarían encuadrados dentro de esta excepción.

Asimismo, esta posibilidad de “compensación” establecida por el art.153 adolece de ciertos inconvenientes al momento de su aplicación, ya hasta el momento nunca se ha aplicado por un juez. Además, resulta indispensable que las disposiciones de dicho artículo garanticen a las partes que en caso de liquidación del contrato a término, la diferencia refleje el valor de mercado de ese contrato. El valor de un contrato a término para una de las partes, en términos generales, es la suma de dinero que esa parte debería pagar para celebrar un contrato a término con esas mismas características (fecha de vencimiento, cantidad de activo subyacente y precio del activo subyacente).

Pero el concepto de diferencia establecido en el artículo153, LCQ, no es del todo claro porque podría referirse al (i) precio al contado del activo subyacente a la fecha de la declaración de quiebra; o (ii) precio a la fecha de la quiebra del activo subyacente para un contrato a término con el mismo vencimiento celebrado por las partes.

Por lo expuesto, puede concluirse que nuestra LCQ no contiene disposiciones que garanticen la correcta aplicación de las cláusulas de compensación establecidas en los contratos ISDA

2.3. La ejecutabilidad automática y extrajudicial de garantías

Los contratos de ISDA contienen cláusulas que prevén la constitución de garantías para la realización de las operaciones. En la mayoría de los casos, las garantías utilizadas no responden a la caracterización de una garantía real bajo nuestro Cód. Civ. como sería el caso de la prenda o la hipoteca. En estos contratos se utilizan garantías como el cambio de propiedad (*transfer*), la constitución de un gravamen (*security charge*), o la transferencia de sumas de dinero, denominados márgenes.

En este sentido, cabe destacar que estos tipos de garantías no se encuentran expresamente contemplados en nuestro Cód. Civ. como garantías reales, y por lo tanto no puede garantizarse su eventual ejecutabilidad en un contexto de concurso o quiebra, ya que LCQ sólo otorga prioridad a los privilegios otorgados por la ley (prenda e hipoteca, etc.) y no a las creaciones doctrinarias.

El art. 126, LCQ, establece la obligatoriedad de la verificación de todos los créditos contra el concursado. Sin perjuicio de ello, establece que los acreedores con hipoteca, prenda o garantizados con *warrant*, pueden reclamar en cualquier tiempo el pago mediante la realización de la cosa sobre la que recae el privilegio, previa comprobación de sus títulos en la forma indicada por el art. 209[69] y fianza de acreedor de mejor derecho.

Los síndicos pueden requerir autorización al juez para pagar íntegramente el crédito prendario o hipotecario ejecutado por el acreedor con fondos líquidos existentes en el expediente, cuando la conservación del bien importe un beneficio evidente para los acreedores. A tales fines puede autorizársele a constituir otra garantía o disponer la venta de otros bienes.

La LCQ no otorga privilegio a aquellas garantías que no se encuentren contempladas en la ley, por lo tanto las garantías usualmente utilizadas en los contratos de ISDA, como

la transferencia de sumas de dinero, gravámenes, o la cesión en garantía, no tienen privilegio sobre la masa del concurso o quiebra, por lo tanto la parte solvente debe verificar su crédito y cobrarse sobre la masa del concurso o quiebra.

Por otra parte, resulta relevante analizar las disposiciones sobre ineficacia establecidas en la LCQ. El art.118, LCQ, establece que son ineficaces respecto de los acreedores los actos realizados por el deudor en el período de sospecha[70], que consistan entre otras cosas de la constitución de hipotecas, prenda o cualquier otra preferencia, respecto de obligaciones no vencidas que originariamente no tenían esa garantía. La declaración de ineficacia se pronuncia sin necesidad de acción o petición expresa y sin tramitación.

Al celebrarse un contrato de derivado, no existe al momento de su celebración un monto de exposición crediticia máxima conocido desde su inicio y que pueda cubrirse en su totalidad con una garantía. Las partes no saben cuál será acreedora y cuál será deudora, y mucho menos los montos de las obligaciones dinerarias. Esto dificulta la utilización de garantías tradicionales por lo que se utilizan garantías auto liquidables tales como depósitos o fideicomisos en garantía.

Esta circunstancia provoca una incertidumbre sobre si las garantías o márgenes que se fueran constituyendo a favor de la parte no fallida a lo largo de la vida del contrato tuvieran que ser restituidas al tribunal que entienda en la quiebra. Podrían darse las siguientes alternativas:

a) Que el juez considere que cada uno de los depósitos de márgenes o garantías para el afianzamiento de las obligaciones emergentes del contrato durante el período de sospecha es parte del acuerdo de garantía único e inicial sin importar qué parte hizo los depósitos.

b) Que el juez considere que cada depósito de márgenes de garantía sea independiente y como tal debe considerarse a los fines del art.118, por lo que los depósitos de márgenes dentro del período de sospecha serían inválidos.

Puede concluirse que si existe un acuerdo marco y una obligación de constituir garantías por las operaciones a celebrarse en el ámbito, es claro que no se puede considerar que cada depósito de un margen es una operación independiente por lo que el análisis del art. 118 se debería considerar en relación con el momento de celebración del contrato y no de cada uno de los depósitos.

3. Tratamiento de los contratos de derivados en los concursos y quiebras por la legislación comparada

3.1. Legislación de los Estados Unidos de América[71]

El punto relevante a analizar, es si las cláusulas de terminación anticipada o automática en caso de concurso o quiebra de una de las partes, y la correspondiente compensación de las obligaciones pendientes de las partes, contenidas en los Contratos Marco ISDA resultan aplicables bajo la legislación americana.

El tratamiento de este tema en la legislación americana se encuentra en: (i) el Código de Quiebras de Estados Unidos (*US Bankruptcy Code* o *Código de Quiebras*), el cual resulta aplicable a aquellas contrapartes que pueden resultar deudoras en un proceso de insolvencia establecido en dicho código[72]; (ii) la Ley Federal de Seguro de Depósitos (FDIA o "*Federal Deposit Insurance Act*"), modificada por la *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989* (FIRREA), aplicable a bancos, compañías de seguros, etc., para acuerdos con compañías depositarias, para la cual una Sociedad Federal de Seguro de Depósito (*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC) podrá ser designada como síndico; (iii) las disposiciones de la Ley

de la Sociedad Federal para el mejoramiento del Seguro de Depósito de 1991 (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991* o FDICIA) que validan a ciertos contratos de compensación (*netting*) bilaterales entre entidades financieras, y compensación multilateral entre miembros de un organismo de *clearing*.

Cabe destacar que para la ley americana, las normas del Código de Quiebras, la FDIC y FDICIA resultarán aplicables en los casos concretos, si se dan los supuestos prescriptos en dichos ordenamientos, sin perjuicio de la voluntad de las partes.

A continuación se procederá a analizar las disposiciones de las normas antes mencionadas.

3.1.1. Código de Quiebras

Este Código establece que los procesos de insolvencia pueden comenzar en forma voluntaria por el deudor, o involuntaria por los acreedores del deudor. Existen bajo este Código los procesos de insolvencia bajo el Capítulo 7 (Liquidación) o Capítulo 11 (Reorganización).

Este Código dispone que una vez dictada la declaración de quiebra (*bankruptcy relief*) ciertas acciones contra la propiedad del deudor se suspenden a través de la resolución del juez que establece la “suspensión de las ejecuciones” o *automatic stay*, la cual se encuentra regulada en el art. 362 de este Código. Sólo pueden llevarse a cabo aquellas acciones que hayan sido expresamente aprobadas por el juez o autoridad competente, o configuran una excepción al *automatic stay*[73].

En este sentido, el art. 365(a) del Código, que se refiere a los contratos de ejecución continuada con prestaciones recíprocas pendientes (*Executory Contracts*), establece que el síndico puede elegir, bajo ciertas circunstancias, la realización de un contrato en curso de ejecución mediante la cesión de la posición del deudor a un tercero, sin perjuicio de cualquier previsión en dicho contrato autorizando a la otra parte a terminar el acuerdo como consecuencia de la quiebra o concurso del deudor, y de cualquier disposición contractual prohibiendo la transferencia por el deudor sin el consentimiento previo de la contraparte. Bajo esta circunstancia, el síndico puede rechazar un contrato, y en ese caso, el contrato será considerado como incumplido por el deudor antes de la presentación de la solicitud de quiebra (*Bankruptcy petition*), razón por la cual la contraparte del deudor tendrá derecho a reclamar daños y perjuicios. Sin perjuicio de ello, estos daños podrán calcularse: (i) desde la fecha anterior al inicio del procedimiento; o (ii) desde la fecha de la decisión tomada por el síndico. Por lo tanto, la parte cumplidora puede durante algún tiempo no saber cuál será la decisión de síndico, desconociendo si dicho contrato está terminado y no pudiendo cubrir su posición.

Existen excepciones tanto al instituto de *automatic stay* como al de los *executory contracts*, con respecto a ciertos tipos de derivados OTC, siempre que dichos contratos puedan encuadrarse dentro de la definición de: (i) contrato de futuro[74] (*forward contract Section 101(25) del Bankruptcy Code*); (ii) contrato de valores negociables (*securities contract (Section 741(7) of the Bankruptcy Code*); (iii) contrato de *swap* (“*swap agreement*” (*section 101 (55) of the Bankruptcy Code*)).

Sin perjuicio de las disposiciones de *automatic stay* y *executory contracts*, el art. 365 del Código de Quiebras establece que los participantes del mercado que califican como “intermediarios de *commodities*”[75] (*Commodity brokers*) y “comerciantes de contratos de *forwards*”[76] (*forward contract merchants*) podrán ejercer sus derechos contractuales para liquidar el contrato de *forward*, y para recibir pagos del síndico respecto de la variación o el mantenimiento de los pagos de márgenes de contratos de *forwards* que se encuentren abiertos (artículo 556 del *Bankruptcy Code*).

En particular, el art. 560 del Código establece que las disposiciones de *automatic stay* o *executory contract provisions* no impiden el ejercicio por una contraparte en un contrato de *swap*[77], de su derecho a rescindir anticipadamente dicho contrato, o compensar cualquier valor pendiente de pago derivado de dicho contrato.

Como consecuencia de este art. 560, una parte en un contrato marco que incluya una variedad de operaciones que encuadren dentro de la definición de contrato de *swap*, tendrá el derecho de ejercer sus derechos contractuales de rescisión anticipada (conforme a lo establecido en el art. 6 del ISDA Master Agreement), sin perjuicio de la iniciación de procedimientos bajo el Código, con respecto a su contraparte, y además tendrá derecho a ejercer sus derechos a calcular los daños en relación con la rescisión anticipada con base en un valor neto de las operaciones terminadas, compensándose (*setting off*) los valores de las transacciones que representan un crédito para el fallido contra aquellas operaciones que representan una deuda contra el fallido, en la fecha de la terminación anticipada.

Asimismo, dicho artículo también establece que cualquier parte en un contrato marco de derivados con un deudor sujeto al Código puede ejercer sus derechos de rescisión anticipada y compensación (*netting* y *setoff*) contra todos los bienes que sirvan de garantía de estas operaciones bajo el contrato marco, siempre que esta garantía haya sido otorgada para asegurar las transacciones que caigan bajo la definición de *swap agreement* en el Código. Sin perjuicio de ello, existen ciertas restricciones para cobrarse la garantía en el caso de que la parte cumplidora quiera compensar operaciones realizadas bajo contratos de *forward* u otros contratos de derivados, contra las obligaciones de un contrato de *swap*. Este tipo de compensación no configura una excepción del *automatic stay*, excepto que se cumplan las siguientes condiciones: (i) que las obligaciones en cuestión surjan de operaciones que sean al mismo tiempo contratos de *swap* y contratos de *forwards* o contratos de valores negociables; y (ii) que la parte que ejecute su derecho de compensación sea un *swap participant* y también una entidad autorizada a ejercer derechos de compensación (*commodity broker, forward contract Merchant, stockbroker* o entidad financiera).

3.1.2. *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989* (“FIRREA”)

Las bancos que se encuentran asegurados por el gobierno federal (Federally-insured banks) y las corporaciones de ahorro y préstamos que se encuentran inscritas en los EE UU (las “entidades”), están exceptuadas de las disposiciones del Código.

Las disposiciones de la FIRREA, establecen que las Sociedades de Seguro de Depósito Federales (*Federal Deposit Insurance Corporation* FDIC) serán designadas como síndicos en los procesos liquidatorios de las entidades antes mencionadas.

Los FDIC tienen el derecho de repudiar o rechazar todos aquellos contratos que sean perjudiciales para las entidades, desde el momento que asumen como síndicos en las liquidaciones, pudiendo en este sentido transferir los bienes y las deudas de estas entidades, sin necesidad de autorización previa, cesión o consentimiento, y el derecho a evitar ciertas transferencias de las entidades.

Bajo las disposiciones de la FIRREA, aquellos derechos como la facultad de terminar con un contrato de derivados OTC, y las obligaciones de la contraparte, dependerán del hecho de que el FDIC decida continuar con la explotación de la institución quebrada, como una empresa en marcha (*going concern*), realizar una fusión o compraventa mediante la cual los bienes de la institución sean transferidos, o liquidar la institución quebrada.

La FIRREA establece que ciertos contratos de derivados son considerados como Contratos Financieros Calificados (*Qualified Financial Contracts*[78]), y les otorga algunas protecciones especiales similares a las recibidas por determinadas operaciones bajo el Código. En este sentido, para algunas clases de derivados, las protecciones se extienden a cualquier tipo de contraparte de una entidad fallida, a diferencia de las protecciones otorgadas por el Código que sólo se extienden a ciertas clases de participantes (*forward contract merchants, stockbroker*).

En el supuesto que una entidad insolvente se encuentre en concurso, su contraparte en un Contrato Financiero Calificado (*Qualified Financial Contract*) tendrá derecho a ejercer su derecho contractual de terminación anticipada, que resulta aplicable bajo un estado de no insolvencia, si existe además otra causal de rescisión anticipada pactada por las partes distinta de la iniciación de un proceso de insolvencia o de la designación de un síndico. Sin perjuicio de ello, la parte cumplidora estará protegida del *cherry picking* del síndico, de la transferencia selectiva de ciertos contratos, porque el síndico no podrá transferir ningún contrato a una contraparte o sus vinculadas si no transfiere también todos los contratos con la misma contraparte.

Si la entidad insolvente se encuentra en quiebra (*receivership*), la contraparte tendrá derecho a ejercer su derecho contractual de terminar con el Contrato Financiero Calificado con la entidad, pero sólo si el síndico: (i) decide no transferir todos los Contratos Financieros Calificados entre la institución y la contraparte y sus vinculadas, y todos los reclamos no subordinados, a través de la terminación de las actividades de la entidad, el día hábil posterior a la designación como síndico, por medio de una adquisición o una transacción similar; o (ii) no procede a notificar a la contraparte de la transferencia en tiempo oportuno.

Las contrapartes de la entidad insolvente en “Contratos Financieros Calificados” tendrán derechos bajo el FIRREA a ejercer derechos contractuales de cálculo y compensación (*set off, netting*) de todos los montos adeudados con respecto a “Contratos Financieros Calificados” con las entidades insolventes, incluyendo los valores de terminación de múltiples transacciones bajo el contrato marco de *swap*. Como resultado de ello, las contrapartes de las Entidades (*depository institutions*) sujetas al FIRREA que contratan una gran cantidad de contratos de derivados, que configuren “Contratos Financieros Calificados”, se encuentran protegidos de alguna manera con derechos de compensación (*set off*) más amplios que los establecidos en el Código.

Asimismo, en muchos casos la contraparte de una entidad insolvente sujeta a la FIRREA tendrá derecho a ejecutar la garantía oportunamente pactada contra las obligaciones de la entidad insolvente bajo “Contratos Financieros Calificados”, incluyendo obligaciones de terminación anticipada, siempre que se cumplan con ciertos requisitos[79], sin necesidad de acción judicial.

El FDIC, como síndico del concurso o quiebra de una entidad insolvente, no tendrá ningún poder para evitar la transferencia de dinero o propiedad en relación con un “Contrato Financiero Calificado”, salvo que dicha transferencia sea realizada en fraude a los acreedores.

Por lo expuesto, tanto el Código como el FIRREA, contienen disposiciones que permiten el cálculo o *netting*, y la compensación, o *set off*, de las obligaciones de la partes bajo un contrato de derivados, sin perjuicio del inicio de un procedimiento de insolvencia por parte de alguna de las partes.

La FDICIA establece el derecho de compensación (realizar el cálculo de compensación) entre entidades financieras, y establece que ningún embargo, mora, o procedimiento

puede impedir la ejecución de estos “contratos de compensación”. Los arts. 403 y 404 establecen que si dos entidades financieras son parte de un contrato de compensación[80], ninguna deberá pagar un monto mayor al monto de la obligación calculada neta si existe, respecto de todas las obligaciones de pago cubiertas, y cada una de las partes tendrá el derecho a recibir su compensación, si existe, respecto de todas las obligaciones de pago cubiertas[81], sin perjuicio de que una o las dos entidades financieras en el acuerdo se encuentra bajo un procedimiento de insolvencia, o en cesación de pago.

3.1.3. Ley de la Sociedad Federal para el mejoramiento del Seguro de Depósito de 1991 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991 o FDICIA)

Esta normativa reconoce la aplicación de acuerdos de compensación entre entidades financieras. El art. 405 también dispone que ninguna suspensión, embargo o procedimiento similar, dictado por una corte judicial o administrativa, podrá limitar o dilatar la ejecutabilidad de un acuerdo de compensación.

Los arts. 403 y 404 establecen que si dos entidades financieras son parte en un contrato de compensación[82], ninguna deberá pagar a la otra una suma mayor a su obligación de compensar respecto de todas las obligaciones de pago cubiertas, y cada una tendrá derecho a recibir la suma resultante (si existiere) respecto de todas las obligaciones cubiertas, sin perjuicio de que alguna o las dos entidades, sean consideradas como entidades financieras fallidas[83].

3.2. Legislación la República Federativa de Brasil[84]

A continuación se realizará un análisis sobre la posibilidad de aplicación bajo la legislación brasileña, de las cláusulas de terminación anticipada o automática en caso de concurso o quiebra de una de las partes, y la correspondiente compensación de las obligaciones pendientes de las partes, contenidas en el Contrato Marco ISDA.

El ámbito de aplicación de la ley brasileña de concursos y quiebras comprende a las sociedades de responsabilidad limitada y a las sociedades anónimas. Asimismo, esta legislación establece que los bancos comerciales, los bancos de inversión, los intermediarios de valores negociables, y las compañías hipotecarias, podrán estar sujetos a intervención, liquidación extrajudicial y quiebra. Las instituciones financieras se encuentran sujetas a la Ley N° 6.024 de fecha 3 de marzo de 1974.

3.2.1. La rescisión anticipada en el Cód. Civ. y la Ley de Quiebras brasileñas

Como fue mencionado anteriormente, el Contrato Marco ISDA establece una cláusula de “Rescisión Anticipada” que dispone que ante la ocurrencia de una situación de insolvencia (que incluye una quiebra, concurso, intervención judicial o extrajudicial) todas las obligaciones de las partes, pueden considerarse vencidas y terminadas. Como consecuencia de dicha rescisión anticipada, se produce la compensación de todas las obligaciones pendientes.

3.2.1.1. Cód. Civ.

El art. 333 del Cód. Civ. brasileño establece los casos de rescisión anticipada de obligaciones establecidos por ley, sin perjuicio de la voluntad de las partes. El acreedor tiene derecho a cobrar su deuda[85] ya sea antes del vencimiento establecido en el contrato, o antes de la terminación del período establecido en este Código para cada tipo de obligación, en los siguientes supuestos:

1- Quiebra o concurso del deudor;

2- Si los bienes otorgados en hipoteca o prenda, fueron otorgados en garantía de deudas de otros acreedores en otros procedimientos;

3- Si las garantías personales o reales otorgadas respecto de una deuda, se tornaren inexistentes o insuficientes, y el deudor se niegue a otorgar otras garantías en reemplazo a requerimiento del acreedor.

Por ello, en los supuestos establecidos en el art. 333 del Cód. Civ. brasileño, un acreedor puede cobrarse su deuda antes del vencimiento, sin perjuicio de que esté expresamente pactado en un acuerdo entre partes. No obstante ello, las partes pueden pactar otras causales de rescisión anticipada distintas a las contempladas por el Cód. Civ.. Por lo tanto, ambas clases de causales de rescisión anticipada, las contractuales y las establecidas en el Código, son legales y vinculantes para las partes.

3.2.1.2. Ley de Quiebras

El art. 126 de la Ley de Quiebras brasileña establece que en las relaciones patrimoniales contempladas por la ley, el juez decidirá cada caso particular con una visión de unidad, universalidad y tratamiento igualitario a todos los acreedores *pars condicio creditorum*". Por ello, si las partes acordaron la existencia de una cláusula de terminación anticipada, y esta cláusula no resulta contraria a ninguna disposición legal, la voluntad de las partes será siempre resguardada por el juez.

En este sentido, antecedentes jurisprudenciales en Brasil han concluido que la cláusula de aceleración es válida y vinculante, siempre que no incumpla ningún derecho fundamental o el bien común. La mayor parte de la doctrina en este país[86] considera que las cláusulas de terminación anticipada contenidas en el Contrato Marco ISDA no violan ningún derecho fundamental ni el bien común. Por lo tanto, el principio de la voluntad de las partes debe siempre prevalecer.

Sin perjuicio de ello, el art. 117 de la Ley de Quiebras establece que la declaración de quiebra de una de las partes no provoca la terminación anticipada de los contratos bilaterales, y pueden ser cumplidos por el administrador judicial, en el supuesto de que la continuación de dicho contrato cumpla con las siguientes condiciones: (a) reduzca o evite el incremento de deudas del patrimonio quebrado; (b) sea necesario por el mantenimiento y preservación del patrimonio quebrado, siempre sujeto a la aprobación del Comité de Acreedores.

Esta disposición podría entorpecer la cláusula de terminación anticipada en caso de quiebra o concurso del Contrato Marco ISDA, ya que podría dar lugar al riesgo de "discrecionalidad del administrador o juez" o *Cherry Picking*[87].

En teoría la decisión de un administrador de seleccionar qué parte de la operación de derivados aplicar y cuál rechazar, podría ser cuestionada por la contraparte alegando el principio de equidad que establece que no debe tratarse de forma distinta situaciones iguales. Por otra parte, en los casos de liquidación, el administrador se vería imposibilitado de seleccionar dentro de la misma operación de derivados ni tampoco a partir de varias operaciones de derivados[88], ya que la parte cumplidora podría alegar su derecho de rescisión anticipada, contra la facultad de discrecionalidad del juez.

La Ley de Quiebras no establece en forma explícita la posibilidad de rescisión anticipada y compensación en caso de reorganización o concurso. La doctrina mayoritaria considera que un juez puede aplicar directamente las disposiciones del Cód. Civ., sin necesidad de tener que interpretar el silencio de la Ley de Quiebras sobre la posibilidad de rescisión anticipada en el caso de concurso. Sin perjuicio de

ello, el juez podría interpretar el silencio en el sentido de no aplicar la cláusula de terminación anticipada, para facilitar el procedimiento de reorganización.

No resulta razonable que ciertas transacciones queden sujetas a la reorganización judicial (aquellas en que la parte incumplidora sea el deudor) y otras (aquellas en que la parte incumplidora sea el acreedor) no. Por ello, existe una opinión mayoritaria respecto de que la cláusula que establece la rescisión anticipada de los contratos de ISDA causada por un procedimiento de reorganización es considerada legal, válida y aplicable bajo la legislación brasileña.

Período de Sospecha

Para analizar la eficacia de la aplicación de las cláusulas de rescisión anticipada y compensación, deben analizarse también el resto de las disposiciones de la Ley de Quiebras. El art. 99 de esta ley establece que el juez debe determinar en la decisión de declaración de la quiebra de una sociedad, el término legal de dicha quiebra. El juez puede determinar que dicho período sea retroactivo, pero no más de 90 días desde la petición de la quiebra, la reorganización judicial o el primer reclamo por cesación de pagos.

El art. 129 de la Ley de Quiebras establece que ciertos actos realizados durante el plazo antes mencionado resultan inoponibles al patrimonio del quebrado, sin perjuicio de que las partes hayan conocido la situación económica del deudor o hayan tenido la intención de defraudar a los acreedores. Estos actos son: (i) el pago de obligaciones no vencidas; (ii) el pago de obligaciones vencidas por medios distintos a los previstos en los contratos aplicables; (iii) la creación de garantías respecto de obligaciones que ya existían.

Adicionalmente, el art. 130 establece que los actos realizados con la intención de defraudar a los acreedores son revocables, siempre que se pruebe que existía un acuerdo entre el deudor y el tercero. El monto recobrarle es la pérdida sufrida por el patrimonio quebrado.

La mayoría de la doctrina considera que las cláusulas de terminación anticipada de ISDA no quedarían comprendidas dentro de las disposiciones de los arts. 129 y 130 y que las cláusulas de terminación anticipada son legales y aplicables, por lo que pueden incluirse en contratos bilaterales como el ISDA. Aunque no existen precedentes jurisprudenciales, la intención de un administrador judicial de invalidar la cláusula de terminación anticipada de un contrato de ISDA no tendría posibilidad de prosperar.

3.2.1.3. Conclusión

El Cód. Civ. de Brasil y la Ley de Quiebras contienen disposiciones que establecen una excepción a la posibilidad de “discrecionalidad del administrador judicial” o *Cherry Picking* para ciertos contratos como el ISDA. Esto se debe al hecho de que la facultad otorgada al administrador judicial para decidir qué contratos bilaterales continúa y cuáles termina, se encuentra sujeta a ciertas limitaciones:

(a) la terminación anticipada es legal, válida y obliga a las partes bajo la legislación brasileña, y puede ser incluida en un Contrato Marco ISDA, a fin de acelerar el vencimiento de todas las operaciones ante un escenario de insolvencia.

(b) El Cód. Civ. contiene disposiciones que expresamente permiten a la parte cumplidora declarar el vencimiento anticipado de un contrato en casos en que su contraparte se encuentre en una situación financiera de quiebra.

(c) El art. 77 de la Ley de Quiebras establece la posibilidad de terminación anticipada de todas las deudas del patrimonio del quebrado, con la declaración de quiebra.

3.2.2. *La Compensación en el Cód. Civ. y en la Ley de Quiebras brasileña*

3.2.2.1. *Cód. Civ.*

El Cód. Civ. de Brasil establece que la compensación es una forma de extinción de las obligaciones, y se encuentra definida en el art. 368 que establece que si dos personas revisten la calidad de acreedor y deudor respectivamente, y al mismo tiempo, las dos obligaciones se extinguen con fuerza de pago, hasta donde alcance la menor.

Por lo tanto, la compensación es la regla, y ante la ocurrencia de una terminación anticipada, tendrá lugar por disposición legal, ya que las partes no necesitan pactarlo expresamente, es suficiente que los requerimientos básicos establecidos por el Cód. Civ. estén presentes, para que la compensación tenga lugar.

Los requisitos básicos necesarios para que tenga lugar la compensación son:

(a) que las obligaciones sea ciertas, esto es que su naturaleza, cualidad y cantidad pueda ser claramente expresada y determinada. Las transacciones contenidas en el ISDA cumplen con estos requisitos;

(b) que las obligaciones estén vencidas, que cada acreedor al momento de la compensación tenga el derecho de demandar el respectivo pago a la otra parte. En este sentido el ISDA establece mecanismos apropiados que permiten a la parte cumplidora calcular y liquidar las obligaciones de las dos partes ante la ocurrencia de ciertos eventos;

(c) que las obligaciones sean comparables, esto es que las obligaciones a compensar deben tener la misma naturaleza, las obligaciones diferentes, no homogéneas no son susceptibles de compensación bajo la ley de Brasil. Las obligaciones deben ser fungibles entre sí.

La compensación puede ser total o parcial. La compensación es la regla y es automática en situaciones de insolvencia.

3.2.2.2. *La Ley de Quiebras*

Respecto de los acuerdos de compensación, cabe destacar que el art. 119[89], del Capítulo VII, de la Ley de Quiebras de Brasil, establece que los acuerdos de compensación celebrados entre contrapartes brasileñas en relación con transacciones realizadas en el Sistema Financiero Nacional, no están sujetas al principio de *Cherry picking* o “discrecionalidad de elección” del juez del concurso o del administrador judicial establecido en el art. 117 (“Disposiciones de los Acuerdos de Compensación”).

Las Disposiciones de los Acuerdos de Compensación establecen que las instituciones financieras brasileñas, se encuentran autorizadas por el Consejo Monetario Nacional a celebrar acuerdos de compensación con sus clientes, acordando la compensación de cualquier transacción financiera celebrada entre la institución financiera y su cliente. Estos acuerdos de compensación pueden incluir transacciones financieras distintas de las operaciones con contratos de derivados, siempre que dichas transacciones sean claramente identificadas en dichos acuerdos.

Por otra parte, las Disposiciones de los Acuerdos de Compensación, establecen que únicamente las transacciones que son concertadas por el Sistema Financiero Nacional resultan sujetas a estas disposiciones de compensación. No resulta del todo claro si las

operaciones con el exterior son consideradas dentro del Sistema Financiero Nacional. Sin perjuicio de ello, gran parte de la doctrina considera que las cláusulas de compensación y terminación anticipada resultan válidas para las operaciones con el exterior.

Las disposiciones del art. 119 antes mencionado suplementan las disposiciones del art. 122 de la Ley de Quiebras que establece que las obligaciones del deudor que son exigibles al momento de la declaración de quiebra son susceptibles de compensación, con preferencia sobre otros acreedores, sin perjuicio de que su vencimiento surja de la declaración de quiebra, conforme a los requisitos del derecho civil. Asimismo, a fin de aplicar la compensación ante una situación de insolvencia o quiebra, es necesario determinar si las deudas a compensar se encuentran vencidas. En este sentido, las cláusulas de terminación anticipada son legales, válidas y aplicables en Brasil sin perjuicio de la voluntad del administrador judicial o de otros acreedores.

La Ley de Quiebras, en el art. 122, claramente establece que la compensación será aplicable con preferencia sobre todos los acreedores. Por ello, se lo considera un privilegio establecido por ley y por lo tanto no viola el principio de la *par condicio creditorum*.

Puede concluirse que para la ley brasileña, las partes pueden acordar la terminación anticipada automática, una vez ocurrida la causal de terminación, sin necesidad de notificación por la parte cumplidora. Este hecho evita cualquier disputa entre el administrador judicial y la parte cumplidora respecto de la fecha en la que se considera la terminación anticipada. Por otra parte, evita que la parte cumplidora abuse de la utilización de su facultad para enviar la notificación hasta la fecha en que le sea más beneficiosa para el cálculo de sus posiciones. Por lo tanto, resulta más conveniente ligar la posibilidad de terminación anticipada al acaecimiento de un hecho objetivo que al ejercicio de una manifestación de voluntad de la parte cumplidora.

Finalmente, cabe expresar que la Ley de Quiebras (que se aplica tanto a quiebras como a reorganizaciones o concursos) claramente contiene disposiciones para la terminación anticipada de transacciones pendientes de realización en los casos de quiebra, siempre que las partes hayan previamente acordado este resultado, pero esta ley no contempla el caso de si las cláusulas de compensación son aplicables respecto de los casos de reorganización de deudas. Los antecedentes de esta ley sugiere que este silencio fue producto de una desinteligencia entre el senado respecto de si a una compañía bajo reorganización debería permitírsele o no cumplir ciertas obligaciones contractuales a fin de eventualmente salir satisfactoriamente de dicho proceso de reorganización.

3.2.2.3. Instituciones Financieras

En Brasil existe un régimen aplicable específico para las entidades financieras. Sin perjuicio de ello, debido a la relación que existe entre la Ley de Insolvencia de Entidades Financieras y la Ley de Concursos y Quiebras, los efectos legales de las cláusulas de terminación anticipada y compensación son iguales para las entidades financieras y las sociedades de responsabilidad limitada o anónimas sujetas a la Ley de Quiebras.

La Ley de Insolvencia de Entidades Financieras 6.024 del 13 de marzo de 1974, establece los procedimientos más comunes de insolvencia, que son la intervención y la liquidación extrajudicial. Bajo una intervención, un individuo es designado por el Banco Central para administrar el banco por un período máximo de seis meses, renovable una sola vez por el mismo plazo. El procedimiento de liquidación extrajudicial es similar al de liquidación de sociedades no entidades financieras, y tiene por finalidad la terminación de las actividades del banco liquidado.

La intervención o la liquidación extrajudicial son iniciadas por el Banco Central de oficio o a requerimiento de los directores u oficiales del banco insolvente (siempre que estén autorizados a tal efecto por el estatuto de éste). Los acreedores no tienen autoridad para iniciar o requerir la intervención o liquidación de un banco, ellos podrían únicamente solicitar una medida judicial que ordene al Banco Central que determine la intervención o liquidación de la entidad insolvente (no existen antecedentes de este tipo).

La Ley de Insolvencia de Entidades Financieras no contiene ninguna disposición que impida o restrinja la habilidad de las partes de establecer y ejecutar cláusulas de compensación. Asimismo, bajo el procedimiento de liquidación extrajudicial, la Ley de Insolvencia de Entidades Financieras establece la aplicación en subsidio de la Ley de Insolvencia brasileña. Por ello, los fundamentos para la aplicación de las cláusulas de compensación de la Ley de Insolvencia pueden aplicarse a los casos de insolvencia de Entidades Financieras.

4. Proyecto de modificación a la Ley de Concursos y Quiebras 24.522

El Congreso Nacional durante los años 90 consideró un proyecto de ley que buscaba evitar muy eficazmente los inconvenientes de los contratos de derivados en el contexto de un concurso o quiebra de la contraparte. Este proyecto sólo obtuvo media sanción de la Cámara de Senadores y luego perdió estado parlamentario por no haber tenido la sanción de la Cámara de Diputados.

Los puntos más relevantes del proyecto eran:

(a) Se delegaba en el Banco Central de la República Argentina la facultad de enunciar los contratos derivados incluidos en las disposiciones de esa ley. Esta disposición resultaba fundamental ya que no hay una disposición legal que defina el concepto de un contrato de derivado.

(b) En el supuesto de que se haya estipulado contractualmente, como en el caso de los contratos de ISDA o ADA, se permitía rescindir anticipadamente o exigir el cumplimiento anticipado de los derivados en caso de concurso o quiebra. Por otra parte, también se autorizaba a compensar los créditos y débitos recíprocos de los contratos de derivados exigibles anticipadamente. En el caso de ejercerse estas facultades, la compensación alcanzaría a la totalidad de las operaciones celebradas con esa contraparte, y no se podía aplicar a ciertas operaciones únicamente.

(c) En el caso de que existiera un acuerdo contractual, como en los casos de ISDA o ADA, las garantías podrían ejecutarse por el beneficiario en forma anticipada aun cuando hayan sido constituidas durante el período de sospecha.

A fin de clarificar los conceptos antes mencionados, a continuación se transcribirá el texto de los artículos más relevantes.

(i) El proyecto incluía la incorporación de este texto al art. 20 de la Ley de Concursos y Quiebras[90]:

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 resultante 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 marcos aplicables. La documentación de los distintos contratos derivados y de pase, y otros contratos reunidos 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 República 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.

(ii) Se proponía incorporar el art. 153 de la LCQ:

Derivados y pases: Se transcribe el primer párrafo del artículo anterior referido a la reglamentación del derecho de la parte no fallida a rescindir anticipadamente o exigir el cumplimiento anticipado de la totalidad de los contratos de derivados y pase celebrados con el fallido y a compensar los débitos y créditos recíprocos derivados de dichos contratos.

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 arts. 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 art. 118, inc. 3, respecto de la eficacia y ejecución de las garantías –incluyendo 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 BCRA 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 concursado 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 presentaciones.

(iii) También se incluían modificaciones a la Carta Orgánica del BCRA y a la Ley de Entidades Financieras. En este sentido se incorporó como cuarto párrafo del art. 49 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 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 BCRA 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.

Incorporando un párrafo al art. 48 de la Ley N° 21.526:

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 BCRA 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.

V. Conclusión [arriba]

En el presente se han analizado las características de los contratos de derivados, su participación en la actual crisis mundial y la necesidad de avanzar con su reglamentación internacional y argentina. Resulta innegable concluir que estos contratos son atípicos, muy dinámicos e innovadores y que además poseen características distintivas que los transforman en contratos muy útiles para resolver las

necesidades de las partes contratantes. No resulta casual que su utilización en el mundo haya crecido exponencialmente durante los últimos años.

Los contratos de derivados son instrumentos que contribuyen a la liquidez, estabilidad y profundidad de los mercados financieros, ya que generan condiciones para diversificar las inversiones y administrar riesgos.

En este sentido, en los mercados financieros mundiales existe una continua expansión de los mercados de instrumentos derivados. Esta ampliación se ha debido principalmente a que los rápidos avances conseguidos en tecnología, ingeniería financiera y administración de riesgos han contribuido a mejorar tanto la oferta como la demanda de productos derivados más complejos y sofisticados[91].

Luego del análisis de la evolución de la crisis mundial y de la incidencia negativa que han tenido estos contratos, resulta evidente la necesidad mejorar su reglamentación a nivel mundial, ya que ha sido ésta una de las principales causas de su utilización en forma excesiva y desmedida y no las características propias de ellos.

No cabe olvidar que esta falta de regulación no ha sido un hecho aleatorio, sino que se ha debido en gran medida a la vigencia de los principios del liberalismo económico en boga durante las últimas décadas, los cuales fueron apoyados y alentados por la mayoría de los gobiernos de turno.

Por ello, puede concluirse que las semillas de la crisis financiera fueron plantadas en el momento en que existió una flexibilización de las condiciones de otorgamiento de préstamos hipotecarios destinados a la gente más necesitada, con el objetivo de aumentar el número de propietarios de inmuebles. Posteriormente, las nuevas técnicas de securitización y el uso de los derivados han permitido a los bancos ofrecer estos préstamos y retirarlos de sus balances rápidamente.

La liberalización ha ocurrido por muchas razones, una de ellas podría ser la incapacidad de los políticos de comprender la rápida evolución del mercado y de responder a ello mediante la correspondiente regulación. Asimismo, la desregulación facilitaba el otorgamiento de préstamos muy accesibles para los votantes. Cada innovación financiera que ocurría era objeto de especulación, fomentada por la existencia de dinero a muy bajo costo. Tanto los banqueros como los intermediarios siempre han estado un paso adelante de los políticos. Podría decirse que ésta es la lección que las generaciones futuras tendrán que aprender.

En la crisis actual, en la que casi se ha demonizado la utilización de los derivados, es fácil olvidarse de que su utilización acompañada por políticas liberales ha tenido también muy buenas consecuencias para la economía. Puede ser que la desregulación no haya sido la única causa del aumento del nivel de vida en los últimos años, pero seguramente ha contribuido a ello más de lo que lo ha perjudicado. Quizás debería analizarse la historia de este siglo para comprender que los acontecimientos siempre van un paso adelante de su reglamentación, primero ocurren las crisis y del análisis de sus causas surge su correspondiente necesidad de reglamentación. Sin perjuicio de ello, cabría plantearse si puede asegurarse que un mundo estrictamente regulado sería mejor que el actual.

Por otra parte, en el plano local resulta conveniente modernizar nuestra legislación de concursos y quiebras para adaptarla a los estándares mundiales, y posteriormente incorporar toda aquella nueva regulación que surja a partir de la crisis.

Actualmente nuestra legislación sobre concursos y quiebras dificulta y en algunos casos imposibilita la aplicación de estas cláusulas de los contratos ISDA. La consecuencia inmediata de este hecho transforma a la Argentina en una jurisdicción no atractiva

internacionalmente para el desarrollo de estos contratos. Es importante tener en cuenta que un país limítrofe como Brasil, posee una legislación que permite la aplicación de estas cláusulas, circunstancia que lo posiciona en una situación más ventajosa que la Argentina para la celebración de estos contratos, y lo introduce dentro del ámbito financiero internacional, fomentando las relaciones comerciales y su crecimiento económico.

Es importante que la Argentina esté inmersa en el mercado global con la interacción de los principales centros financieros internacionales. La actividad financiera realizada más allá de las fronteras nacionales posibilita a las empresas captar recursos a menores costos de los que obtendrían en sus mercados locales.

La globalización de los mercados facilita que los recursos se enfoquen a la relación óptima entre riesgo y rendimiento, propiciando mayor eficiencia en los flujos de capital y hace que los recursos fluyan cada vez con mayor facilidad hacia las economías que por su grado de desarrollo y su potencial, ofrecen las mejores perspectivas de crecimiento y estabilidad.

Por ello, los contratos de derivados constituyen herramientas fundamentales para el desarrollo de los mercados de capitales, para el incremento de la volatilidad de los activos físicos y financieros, para el flujo de capitales entre los distintos países, provoca un aumento significativo del riesgo financiero asumido por las empresas en el marco de su actividad.

Del análisis efectuado en este trabajo surge claramente que la utilización de los contratos de derivados es muy positiva para todos los participantes del mercado principalmente por los beneficios que trae a la economía permitiendo su amplio desarrollo. Por esta razón, resulta necesario en el ámbito internacional desarrollar una legislación más estricta y pormenorizada para evitar las causas negativas que ha provocado su utilización en forma desmedida, a la luz de la actual crisis. Por otra parte, en el ámbito local, resulta necesario primero adaptar el contenido de nuestra legislación sobre concursos y quiebras a los estándares internacionales para lo cual un buen punto de partida podría ser el proyecto de ley que ha perdido estado parlamentario, y posteriormente reflejar los avances de la legislación mundial que surjan como consecuencia de dicha crisis.

Bibliografía [arriba]

- Alterini, A., *Contratos Civiles, Comerciales y de Consumo - Teoría General*, Abeledo-Perrot, 2005.
- Bollini Shaw, C. - Goffman, M. *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Ad-Hoc, 2005.
- Chance, D., *What are Derivatives? Comparison of Instruments and their Risks for the Internal Audit Team*, Derivatives and the Internal Auditor, Key Topics and Concerns, Risk Book & PWC, Londres, 1998.
- Fernández, R. - Gómez Leo, O., *Tratado Teórico - Práctico de Derecho Comercial*, t III-A, Desalma, 1988.
- Fiedman, T., "El alto costo de la loca fiesta del crédito", *La Nación*, 12/10/2008.
- Galgano, F., *La Globalización en el Espejo del Derecho*, Rubinzal-Culzoni, 2005.

- García Herrera, B., “Importancia de los flujos financieros en el crecimiento de países emergentes”, UNMSM Oficina General del Sistema de Bibliotecas y Biblioteca Central, www.unmsm.edu.pe, 2003.
- Gayol, P., “El contrato a término en el concurso”, LL 2006-E-1361.
- Gerscovich, C. - Vázquez Acuña, M., *Instrumentos Derivados, Futuros, forwards, opciones y swaps*, Abeledo Perrot, 2008.
- Gooch, A. - Klein L., *Documentation for Derivatives. Annotated Sample Agreements and Confirmations for Swaps and Other Over the Counter Transactions*, 3er. ed., Euromany Publications PLC, 1993.
- ISDA Master Agreement 1992.
- Jaureguie, M., “Tratado sobre Instrumentos Financieros Derivados”, LL, 2003.
- López de Zavalía, F., *Teoría de los Contratos*, Parte General, t.I, Zavalía, 1997.
- Luegmayer, S., “Los Contratos Derivados y su Instrumentación Jurídica”, LL 2003-F-1404.
- Malumian, N., “Contratos Derivados (Futuros, Opciones y Swaps, Aspectos Jurídicos y Fiscales”, LL 2003.
- Martorell, E., *Tratado de Concurso y Quiebras*, t. II-B, Del Concurso, Depalma, 2001.
- Mematnejad, A., “The Subprime Meltdown - An explanation”, www.bestwaytoinvest.com.
- Pinheiro Neto Abogados, Mattos Filho; Veiga Filho; Marrey Jr. y Quiroga para la “*International Swaps and Derivatives Association*”, inc. www.netalytics.com , 21 de diciembre de 2005.
- Sanz Caballero, J., *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid, Universidad Complutense de Madrid, 2000.
- Saravia Frías, B., *Cuestiones Modernas de Derecho Bancario*, Ad-Hoc, 2008.
- “El Decreto PEN 992/02: Un golpe de muerte a los derivados financieros”, ED, 21/2/2003.
- “El contrato de Pase”, LL210-795.
- The Economist, “Briefing a short history of modern finance - Link by Link”, 18/10/2008.
- “Paradise Lost”, 2008.

[1] Definición dada por *Group of Thirty Global Derivatives Study Group*, “*Derivatives:Practices and Principles*”, 1993, 28-29, en Saravia Frías, B., *Cuestiones Modernas de Derecho Bancario*, Ad-Hoc, Buenos Aires, 2008, p.74.

[2] Malumian, N., "Contratos Derivados (Futuros, Opciones y Swaps, Aspectos jurídicos y fiscales", LL 2003. Luegmayer, S., "Los contratos derivados y su instrumentación jurídica", LL 2003-F-1404.

[3] Chance, D., *What are Derivatives? Comparison of Instruments and their Risks for the Internal Audit Team*, Derivatives and the Internal Auditor, Key Topics and Concerns, Risk Book & PWC, p.17, Londres, 1998.

[4] Sans Caballero, J., *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid, 2000, p.89.

[5] Bollini Shaw, C. - Goffman M., *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Ad-Hoc, Buenos Aires, 2005.

[6] Saravia Frías, B., "El Decreto PEN 992/02: Un golpe de muerte a los derivados financieros", ED, 21/2/2003.

[7] Las principales razones que provocaron la eliminación del tipo de cambio fijo fueron las políticas fiscales expansivas de los EE.UU durante los sesenta, motivadas fundamentalmente por la guerra de Vietnam, que provocaron la salida de recursos financieros de EE.UU, debido a la inversión de este último en el exterior y otros gastos internos provocando que la cobertura de oro de EE.UU disminuyera de un 55% a un 22%. Este hecho dio origen a graves problemas financieros ya que se decidió imprimir más dinero, con lo cual el dólar dejó de estar realmente respaldado por las reservas de oro del gobierno estadounidense. Esta abundancia de dólares planteó la necesidad de abandonar la convertibilidad del dólar en oro que fue resuelta en 1971 por Richard Nixon. A raíz de ello, las monedas más fuertes del mundo empezaron a fluctuar libremente, las tasas de cambio no eran el principal método usado por los gobiernos para administrar política monetaria, debido a la resistencia a continuar importando la inflación estadounidense a través de los tipos de cambio fijos. Estos acontecimientos marcaron el fin del régimen Bretton Woods.

[8] Debido a que las ganancias y pérdidas de las partes contratantes son desconocidas al momento de la celebración del contrato, y serán determinadas durante la vida del mismo

[9] Gayol, P., "El contrato a término en el concurso", LL 2006-E-1361.

[10] Saravia Frías, B., "El Decreto PEN 992/02: Un Golpe de Muerte a los Derivados Financieros," ED 21/2/2003.

[11] Es una de las más importantes productoras de oro, con aproximadamente 27 minas en exploración, presente en los cinco continentes, su casa matriz se encuentra ubicada en Canadá.

[12] Resulta relevante destacar que Barrick y JPMorgan han sido demandados por Blanchard and Compay Inc. en 2002 acusándolos de manipular el precio del oro, y por violaciones a las normas de defensa de la competencia. Esta demanda fue posteriormente desistida en 2005.

[13] Artículo 2051 del Código Civil.

[14] Malumian, N., "Contratos Derivados (Futuros, Opciones y Swaps, Aspectos jurídicos y fiscales", LL 2003, ps. 22-25.

[15] El 3 de febrero de 2002 entró en vigencia el decreto 214/2002, cuyo art.1º dispuso que a partir de la fecha del presente decreto quedan transformadas a pesos todas las obligaciones de dar sumas de dinero, de cualquier causa u origen —judiciales o extrajudiciales— expresadas en dólares estadounidenses, u otras monedas extranjeras, existentes a la sanción de la ley 25.561 y que ya no se encontrasen convertidas a pesos. El 1 de marzo de 2002, el Poder Ejecutivo Nacional aclaró, mediante el decreto 214/2002, que ciertas obligaciones no se encontraban incluidas en la "pesificación" establecida por el decreto 214/2002. Dentro de estas excepciones estaban los contratos de futuro y opciones, incluidos los registrados en los mercados autorregulados y las cuentas destinadas exclusivamente a la operatoria de tales mercados (el fundamento de esta norma conforme al considerando 5º era que la naturaleza de estos contratos impedía que fueran objeto de pesificación). Sin perjuicio de ello, el 11 de junio de 2002 el Poder Ejecutivo Nacional dictó el decreto 992/2002, el cual estableció que los contratos de futuro y opciones existentes al 5 de enero de 2002, concertados bajo la legislación argentina, en los cuales al menos una de las partes sea una entidad financiera, serán pesificados estableciendo una relación de cambio de \$1,40 por cada U\$S 1. En el mismo texto del decreto 992/2002, se establece que el Banco Central ante presentaciones efectuadas por entidades financieras, considera necesario corregir posibles asimetrías que podrían generarse como resultado de las transferencias de liquidez entre entidades del sector que hubieran celebrado estos contratos.

[16] Bollini Shaw, C. Goffman, M., *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Ad-Hoc, 2005, ps. 428-440.

[17] Bollini Shaw, C.- Goffman, M., *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Ad-Hoc, 2005, ps.508-515.

[18] Saravia Frías, B., *Cuestiones Modernas de Derecho Bancario*, Ad-Hoc, 2008, p.94.

- [19] Los *swaps* resultaron ser muy populares entre los clientes, ya que en los últimos años casi el 70% de las emisiones de eurobonos en dólares fueron acompañadas de un *swap*.
- [20] Es el promedio de tasas de interés declaradas como ofrecidas para la concertación de plazos fijos de entidades bancarias privadas por un plazo entre 30 y 35 días para operaciones superiores a 1 millón de pesos.
- [21] López de Zavalía, F., *Teoría de los Contratos*, Zavalía, 1997, Parte General, T.I, ps.78 y ss.
- [22] Vivante, C., “Trattato di Diritto Commerciale, Le Obbligazioni (contratti e prescrizione)” en Saravia Frías, B., *Cuestiones Modernas...*,cit.
- [23] Saravia Frías, B., *Cuestiones Modernas...*,cit.
- [24] Saravia Frías, B. - LucchelliE., “El contrato de Pase”, LL, T. 210, p. 795.
- [25] Es una organización esencial del mercado organizado que actúa como intermediario en las transacciones de futuros y opciones, garantizando el cumplimiento de la transacción para todas las partes. Se deduce entonces, que tanto los compradores como los vendedores de contratos de futuros y opciones no generan entre sí obligaciones financieras, sino entre las partes y la cámara de compensación. La cámara de compensación ejerce el control y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación, garantizando el buen término de las operaciones. Es una organización de tipo regional creada por entidades financieras donde se realiza la compensación diaria de deudas entre sí por medio de transferencias acreedoras o deudora.
- [26] Conjunto de negociaciones de compradores y vendedores que tienen por objeto adquirir títulos o valores que ya están en circulación, proporcionando liquidez a sus tenedores. El inversionista que ya adquirió un título o valor decide venderlo a otro inversionista, el intercambio de flujo monetario y valores se da entre dos entes distintos al emisor.
- [27] Es un método contable que asigna un valor a una posición mantenida en un instrumento financiero basada en el precio de mercado de un activo subyacente. La combinación de ganancias y pérdidas, realizadas y no realizadas, son contabilizadas en el estado de resultados. El *mark to market* es una buena práctica para el manejo de cualquier portfolio financiero.
- [28] Galgano, F., *La Globalización en el Espejo del Derecho*, Rubinzal-Culzoni, 2005.
- [29] Galgano, F., *La globalización...*, cit.
- [30] Conf. Riva, J., *Operatoria bancaria en comercio exterior y cambios*, Depalma, Buenos Aires, 1986, p.68; Gerscovich, C. - VázquezZ Acuña, M., *Instrumentos Derivados, Futuros, forwards, opciones y swaps*, Abeledo Perrot 2008. (sigue nota)
A nivel internacional existen dos líneas interpretativas, una restrictiva y otra amplia, sobre las operaciones de cambios. La interpretación restrictiva considera que una operación de cambios es aquella operación cuyo objeto es el intercambio de divisas, dirigiéndose a la obtención por una o ambas partes de medios de pago internacionales.
La interpretación amplia considera que todas las transacciones comerciales que de algún modo puedan afectar al equilibrio de la balanza de pagos, en cuanto de ellos se derive, directa o indirectamente, la transferencia de recursos de una economía a otra.
- [31] Resulta relevante destacar que al momento de celebrarse la operación no se sabe si esa incidencia va a ser negativa, positiva o neutra, ya que podría resultar acreedor, deudor o terminar en una idéntica posición al finalizar la operación.
- [32] El fundamento de este criterio es que en este tipo de operaciones no existe un intercambio de una moneda por otra, sino solamente el pago en una moneda que se determina en función de la diferencia entre el valor de cotización acordado de la moneda de referencia y el valor de contado de dicha moneda en la fecha de pago. Además, dichas operaciones no tienen como propósito u objeto la transferencia de recursos de una economía a otra, contrariamente, en la fecha de vencimiento se determina el monto adeudado y la parte acreedora realiza a favor de la parte deudora un único pago en la moneda acordada.
- [33] Gerscovich, C. - Vázquez Acuña, M., *Instrumentos Derivados...*, cit.
- [34] Comunicación A del BCRA 4805, punto 1.1.
- [35] La mayoría de la doctrina considera que no existe ningún fundamento para otorgar un tratamiento cambiario distinto en función de la ley aplicable a un contrato de derivado.

[36] Esto es cuyo pago debe realizarse en el exterior

[37] Para las operaciones de compra y venta a término de moneda extranjera, se contempla la posibilidad de que la liquidación se realice por diferencia o compensación. Sin perjuicio de ello, no existe previsión expresa que admita la compensación o diferencia en operaciones distintas (como sería el caso de operaciones a término de otros activos subyacentes u otras clases de derivados), ni mucho menos la compensación recíproca de distintas operaciones realizadas por las mismas contrapartes (*global netting*). En este caso el residente local deberá ingresar los saldos acreedores de cada una de las operaciones que realice con el exterior.

[38] Respecto de los mercados se requiere que sean mercados institucionalizados en plazas financieras internacionales.

[39] Se establece que deben ser bancos del exterior que se encuentran radicados en algunos de los países miembros del Comité de Basilea, y que cuenten con calificación internacional no inferior a "A", y con bancos multilaterales de desarrollo, etcétera.

[40] La razón de esta distinción radica en que el BCRA desea que todas las operaciones de cobertura realizadas por residentes locales vinculadas a la evolución del tipo de cambio de la moneda local, al celebrarse en la Argentina, se encuentren sujetas al régimen normativo y regulatorio interno, a fin de que sus términos y condiciones puedan ajustarse en función de las necesidades cambiarias.

[41] La norma exige que la entidad financiera sólo pueda obtener cobertura en el exterior si no existen mercados derivados locales que permitan realizar la operación. También establece un estricto requisito de simetría entre la operación concertada y la operación cubierta. Se requiere por otra parte que la operación se liquide por compensación. Finalmente, requiere ciertos requisitos con respecto al tipo de cobertura.

[42] La Comunicación "A" 3602 estableció un relevamiento de emisiones de títulos y de otras obligaciones del sector privado financiero y no financiero local que deben informarse al BCRA a través de las entidades financieras del sistema. Esta información está constituida por datos sobre el tipo de operación, su modalidad de pago, la tasa de interés aplicable, el saldo adeudado, la clase, denominación y el país de residencia del acreedor del exterior.

[43] Sería el caso de un exportador que ha realizado un embarque de mercadería pagadera en cierta moneda extranjera que se encuentra pendiente de cobro y que en función de ello, desea cubrir el riesgo de variación del precio de esa moneda. Únicamente se autoriza la cobertura entre monedas extranjeras, esto es sobre dos monedas extranjeras y no entre una moneda extranjera y una local, la que sólo podría hacerse mediante una operación cancelada por diferencia en pesos en el país y sujeta a la ley argentina.

[44] Malumián, N., "Contratos de Derivados (Futuros, Opciones y Swap) Aspectos Jurídicos y Fiscales", LL 2003.

[45] Alterini, A., *Contratos Civiles, Comerciales y de Consumo - Teoría General*, Abeledo-Perrot 2005, ps. 340-342.

[46] Salandra, "Contratti preparatori e contratti di coordinamento", RDC, 1940-I, en Fernández, R. - Gómez Leo, O., *Tratado Teórico - Práctico de Derecho Comercial*, Tomo III-A, Desalma, 1988, ps. 55 y ss.

[47] Fernández, R. - Gómez Leo, O., *Tratado...*, cit.

[48] Fiedman, T., "El alto costo de la loca fiesta del crédito", La Nación, 12/10/2008.

[49] The Economist, "Briefing a short history of modern finance - Link by Link", 18/10/2008.

[50] Entre otros, Milton Friedman.

[51] Es una ley aprobada por el congreso de los EE.UU en 1933 que prohibía a los bancos comerciales colaborar con sociedades de bolsa o participar en actividades de inversión. Fue dictada durante la gran depresión y su objetivo principal era proteger a los depositantes de los riesgos adicionales asociados con las operaciones de valores negociables.

[52] Es un contrato de derivados en donde una de las partes (comprador) realiza pagos periódicos a la otra (vendedor), recibiendo en contraprestación por dichos pagos, un pago (*payoff*) que representa la protección o seguro en caso de que el subyacente (producto financiero) entra en *default*. Se los compara con un contrato de seguro, considerando a los pagos periódicos como prima, pero la diferencia fundamental radica

en el hecho de que en los CDS el comprador no tiene que ser titular del activo subyacente, ni siquiera tiene que efectivamente haber sufrido una pérdida o *default*.

[53] Nematnejad, A., "The Subprime Meltdown - An explanation", www.bestwaytoinvest.com.

[54] El Decreto 677/2001, en el artículo 2º amplió el concepto de "título valor" al de "valor negociable" e incluyó dentro de ese concepto a los "títulos valores" mencionados en el artículo 17 de la LOP y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotapartes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Son aplicables a los valores negociables todas las disposiciones de la LOP y sus modificaciones relativas a los títulos valores.

[55] Estos productos fueron utilizados por primera vez en 1987 por la firma Drexel Burnham Lambert Inc, para la Asociación de Ahorro Imperial. Una década después surgieron como el sector con más rápido crecimiento en el mercado de valores negociables.

[56] Es un derivado de crédito entre dos partes, en la cual una de ellas realiza pagos periódicos a la otra, y recibe la promesa de un pago si una tercera parte entra en *default*. La parte que realiza los pagos recibe una protección de crédito "compradora", y la otra parte prevé una protección de crédito "vendedora", la tercera parte es una referencia.

[57] El apalancamiento es la relación entre capital propio y crédito invertido en una operación financiera. Al reducir el capital inicial que es necesario aportar, se produce un aumento de la rentabilidad obtenida. El incremento del apalancamiento también aumenta los riesgos de la operación, dado que provoca menor flexibilidad o mayor exposición a la insolvencia o incapacidad de atender los pagos.

[58] Los objetivos principales de la *Securities Act* son: (i) garantizar la veracidad de la información que las sociedades que hacen oferta pública de sus valores negociables provean a los potenciales inversores. Esto es, información completa y veraz sobre sus negocios, los valores negociables que ofrecen, y los riesgos que implica la inversión en dichos títulos; (ii) regular sobre los intermediarios que venden y negocian VN, estableciendo que deben tratar a los inversores honestamente, y siempre anteponiendo el interés de los inversores en primer lugar; (iv) imponer la publicación de información para la realización de oferta públicas, y la necesidad de solicitar la oferta pública ante la SEC, para lo cual deben cumplir ciertos requisitos de información a los inversores para impedir fraudes, y garantizar que la información es completa, relevante y suficiente.

[59] Serían los siguientes: (i) Ilegalidad; (ii) Fuerza Mayor; (iii) Evento de Crédito tras una Fusión; (iv) Evento de Terminación Adicional; (v) Jerarquía de Eventos.

[60] Estos eventos son: (i) incumplimiento de las obligaciones de pago o de entrega física; (ii) incumplimiento de otras obligaciones; (iii) incumplimiento bajo los contratos de garantía; (iv) falsedad e inexactitud de representaciones; (v) incumplimiento bajo una transacción específica; (vi) incumplimiento cruzado; (vii) insolvencia; y (viii) fusión sin asunción de obligaciones.

[61] "Art. 818. La compensación de las obligaciones tiene lugar cuando dos personas por derecho propio, reúnen la calidad de acreedor y deudor recíprocamente, cualesquiera que sean las causas de una y otra deuda. Ella extingue con fuerza de pago, las dos deudas, hasta donde alcance la menor, desde el tiempo en que ambas comenzaron a coexistir".

[62] La necesidad de que dicho evento sea continuo se establece porque si la circunstancia que dio lugar al evento de incumplimiento desaparece antes de que la parte cumplidora envíe la notificación, la parte cumplidora pierde el derecho a enviar la notificación. Sin perjuicio de ello, una vez que la notificación es formalizada la parte incumplidora pierde el derecho de subsanar el evento que dio lugar al incumplimiento, no pudiendo solicitar la continuación del contrato. Esto produce la terminación anticipada del contrato, sin perjuicio de que el evento de incumplimiento haya desaparecido antes de la fecha indicada como de terminación anticipada del contrato.

[63] Son aquellas causales objetivas no imputables a las partes, tales como: ilegalidad, evento de fuerza mayor, evento de crédito tras fusión, evento de terminación anticipada adicional, jerarquía de eventos.

[64] Generalmente, la firma de estos contratos de derivados incluye la exigencia de la firma de una opinión legal en la que se afirme la posibilidad de aplicación de estos institutos para la legislación local.

[65] Martorell explica que “ la categoría contractual que continúa frente al concurso preventivo está integrada por aquellos contratos ‘en curso de ejecución’, y que tienen ‘prestaciones recíprocas pendientes’... para aclarar que ‘los contratos’ se identifican con los de ejecución continuada, ejecución reiterada o repetida, duración, o tracto sucesivo... se trata de aquellos contratos en los cuales la dispersión del cumplimiento de las prestaciones en el tiempo es condición natural para que el contrato produzca el efecto pretendido para las partes y la duración en el tiempo anteriormente mencionada es algo querido por las partes porque la utilidad del contrato es, precisamente, proporcional a la duración.”, Martorell, E., *Tratado de Concurso y Quiebras*, t. II-B, Del Concurso, Depalma, 2001, p. .52.

[66] Gastos de conservación y de justicia. Los créditos causados en la conservación, administración y liquidación de los bienes del concursado y en el trámite del concurso, son pagados con preferencia a los créditos contra el deudor salvo que éstos tengan privilegio especial. El pago de estos créditos debe hacerse cuando resulten exigibles y sin necesidad de verificación. No alcanzando los fondos para satisfacer estos créditos, la distribución se hace a prorrata entre ellos.

[67] El art. 190 establece que el síndico debe presentar al juez dentro de los 20 días corridos contados a partir de la aceptación del cargo, sobre la posibilidad excepcional de continuar con la explotación de la empresa del fallido o de alguno de sus establecimientos y la conveniencia de enajenarlo en marcha.

[68] Hudson, A, “The Law on Financial Derivatives”, Sweet & Maxwell, Londres, 1996, en Gooch, A. - Klein L., *Documentation for Derivatives. Annotated Sample Agreements and Confirmations for Swaps and Other Over the Counter Transactions*, 3er. Edition, Euromany Publications, PLC, 1993. Se destaca que bajo el Derecho Inglés las cláusulas de terminación automática son perfectamente posibles y legales.

[69] Los acreedores titulares de créditos con garantía real pueden requerir la venta a que se refiere el art.126, mediante petición en el concurso, que tramita por expediente separado. Con vista al síndico se examina el instrumento con que se deduce la petición, y se ordena la subasta de los bienes objeto de la garantía. Reservadas las sumas necesarias para atender a los acreedores preferentes al peticionario, se liquida y paga el crédito hasta donde concurren el privilegio y remanente líquido, previa fianza en su caso.

[70] Es aquell período que se extiende desde la fecha inicial del estado de cesación de pagos hasta la sentencia de quiebra. Esta fecha de cesación de pagos no puede retrotraerse más allá de los dos años de la fecha del auto de quiebra o de presentación en concurso preventivo.

[71] Gooch, A. - Klein, L., *Documentation for Derivatives...*, cit., ps..408-424.

[72] Solamente una persona que resida o tenga su domicilio real o su lugar de negocios en los Estados Unidos, podrá se considerado deudor bajo el procedimiento establecido en este código. El código excluye a ciertas personas jurídicas debido a que están sometidas a una ley de quiebras específica como son las compañías ferroviarias, las compañías de seguros, los bancos etc. Resulta aplicable a aquellas sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada, fideicomisos de administración, registrados bajo las leyes de los 50 estados, el Distrito de Colombia y Puerto Rico.

[73] Esta disposición establece que cualquier persona que haya sido víctima de una violación intencionada a las previsiones del *automatic stay* tendrá derecho a indemnización por cualquier daño, costo y honorarios legales, y en ciertas circunstancias tendrá derecho a indemnización contra los daños punitivos. Sin perjuicio de que la doctrina en este punto se encuentra dividida, las acciones realizadas en incumplimiento de las disposiciones de *automatic sta*” pueden ser consideradas nulas, de nulidad absoluta.

[74] Para estos efectos, un contrato de *forward* es considerado aquel contrato distinto a un contrato de *commodity*, para la compra, venta o transferencia de un *commodity* (conforme a lo establecido por el art.761 (8) del Código), o cualquier bien, artículo, servicio, derecho, o interés de características similares, que en el presente o futuro se encuentre sujeto a una operación de *forward*, y cuya fecha de vencimiento sea más de dos días posterior a la fecha de celebración de contrato, incluyendo pero no limitando a una operación de recompra, *swap*, cobertura, depósito, préstamo, o cualquier combinación de estas operaciones, etc. Se encuentran excluidos de estas disposiciones los contratos de *forwards* que sean negociados en mercados autorregulados de los EE.UU o extranjeros, contratos de apalancamiento (*leverage*) sujetos a la regulación del artículo 19 de la “Commodity Exchange Act” y las opciones sujetas al Artículo 4c(b) de la antes mencionada ley.

[75] Se considera a un “intermediario de commodities” (*Commodity Broker*) a un comerciante de futuros (*futures comisión Merchant*), a un comerciante extranjero de futuros (*foreign futures comisión Merchant*) una organización de *clearing*, *leverage transaction Merchant*, o un *dealer* de opciones de *commodities* (*commodity option dealer*), con respecto al cual existe un cliente.

[76] Se considera a un “comerciante de contratos de forward” (*forward contract merchant*) a aquella persona cuyo negocio consiste en todo o en parte en la celebración de contratos de forwards como o con

comerciantes de commodities, o un bien similar, artículo, servicio, derecho, interés, que en el presente o en el futuro se encuentra sujeto a operaciones de un contrato de forward.

[77] Se define como contrato de *swap*, a un contrato que sea un *swap* de tasas de interés, *basis swap*, *forward* de tasas de interés, *commodity swap*, opción de tasa de interés, *forward foreign exchange agreement*, *rate cap agreement*, *rate floor agreement*, *rate collar agreement*, *currency swap agreement*, *cross-currency rate swap agreement*, *currency option*, and any other similar agreement.

[78] Este término incluye cualquier contrato de títulos valores, *commodities*, *forwards*, recompra, *swap*, o cualquier otro contrato de condiciones similares que la FDIC determine por medio de una regulación que se considera como un contrato financiero calificado.

[79] (i) sujeto al derecho del síndico (*conservator o receiver*) de obtener una suspensión (*stay*) de todas las medidas judiciales referidas a la entidad insolvente, por un período de 90 días en el caso de quiebra, y 45 días en el caso de concurso, (ii) siempre que el valor negociable sea ejecutable en una situación de no-insolvencia y que el acuerdo que otorga dicho derecho cumpla con los requerimientos que deban establecerse por todos los acuerdos que sirven como base para las acciones contra FDIC.

[80] Es aquel contrato entre dos o más entidades financieras que se encuentra gobernado bajo la ley de los EE.UU o cualquier estado de los EE.UU. y establece el neteo presente o futuro de obligaciones de pago entre las partes de acuerdo. Las “obligaciones de pago” no se encuentran expresamente definidas por la ley, pero podría interpretarse que se refieren a cualquier tipo de obligaciones que existan entre entidades financieras.

[81] Las obligaciones de pago cubiertas son aquellas obligaciones de las entidades financieras de realizar pagos sujetas a un contrato de *netting* con otra institución.

[82] Es aquel contrato entre dos o más entidades financieras sujeto a la ley americana, que establezca la compensación presente o futura de cualquier obligación de las partes.

[83] Son aquellas entidades que hayan incumplido con alguna obligación, o se encuentren en proceso de insolvencia o liquidación.

[84] Pinheiro Neto Abogados, Mattos Filho; Veiga Filho; Marrey Jr. y Quiroga para la “*International Swaps and Derivatives Association*”, Inc. www.netalectis.com , 21 de diciembre de 2005.

[85] En el supuesto de que las deudas antes mencionadas se encuentren garantizadas u otorgadas en forma conjunta o solidaria, dicha deuda no podrá considerarse vencida con respecto a los otros deudores que resulten solventes.

[86] Pinheiro Neto Abogados, Mattos Filho; Veiga Filho; Marrey Jr. y Quiroga para la “*International Swaps and Derivatives Association*”, Inc. www.netalectis.com , 21 de diciembre de 2005.

[87] Como fue mencionado anteriormente, este riesgo estaría configurado por el hecho de que la parte cumplidora de dicho contrato, ante la declaración de quiebra de su contraparte, resulte obligada a realizar pagos a la masa concursal, patrimonio del quebrado derivados de una transacción específica del contrato de ISDA, por disposición del administrador judicial, y al mismo tiempo no reciba el correspondiente pago o crédito del patrimonio quebrado, respecto de otra transacción bajo el mismo contrato de ISDA

[88] Pinheiro Neto Abogados, Mattos Filho; Veiga Filho; Marrey Jr. y Quiroga para la “*International Swaps and Derivatives Association*”, Inc. www.netalectis.com , 21 de diciembre de 2005..

[89] Este artículo 119, del capítulo VII de la Ley de Quiebras, tiene su antecedente en las disposiciones de la disposición rovisional 2192-1970 del 24 de agosto de 2001 y la esolución.3263 del 24 de febrero de 2005.

[90] “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 al síndico. La continuación del contrato autoriza al co-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.”

[91] García Herrera, B., “Importancia de los flujos financieros en el crecimiento de países emergentes”, UNMSM Oficina General del Sistema de Bibliotecas y Biblioteca Central, www.unmsm.edu.pe, 2003.

© Copyright: Universidad Austral