

## Nuevo marco legal para los Contratos de Derivados

### Netting ante supuestos de incumplimiento de una Entidad Financiera

Por María V. Peláez

#### **Conceptos básicos** [\[arriba\]](#)

Para comenzar, corresponde definir el concepto de “contratos derivados”, por el cual se entiende a “aquellos contratos en los cuales una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente a cambio de una contraprestación dineraria, la transferencia de la propiedad de un bien o de la asunción de otro riesgo por su contraparte”.

El objeto de este tipo de contratos es la aislación y transmisión de los efectos económicos de los riesgos financieros. Se incluye en ese tipo de riesgo la volatilidad de los precios, de la tasa de interés y del tipo de cambio. Es una forma de que el operador económico se asegure un precio futuro en relación a un determinado commodity o activo financiero, inclusive el tipo de cambio de una moneda.

#### **Clasificación de los contratos derivados** [\[arriba\]](#)

Los derivados pueden clasificarse según donde y como se negocien: a) en mercados institucionalizados, o b) en mercados informales u “Over The Counter (OTC)”.

Las principales diferencias en cada tipo de negociación son las siguientes:

1. En los mercados institucionalizados las condiciones son estándares prefijados por el mercado en donde se opera el contrato, solo se negocia el precio. Los contratos se forman en serie, tal como cualquier otro valor negociable, teniendo en estos casos el mismo monto, cantidad o unidad de negociación de un determinado activo, una única calidad de dicho activo, mismo vencimiento, márgenes de garantía, fluctuación de su precio admitida, lugar y fecha de entrega, horario de negociación, e incluso, lugar y forma de entrega si la liquidación del contrato fuera con la entrega del subyacente.

2. Respecto de los contratos OTC todas estas características se negocian en forma privada entre las partes, sin regulación del mercado. Asimismo, en relación al tema que se analiza en el presente informe, se destaca la intervención que realiza el mercado institucionalizado cuando actúa como contraparte central en las operaciones, lo cual puede hacerlo el mercado en sí mismo o través de una clearing house. Lo dicho significa que cada parte “contrata” con el mercado, generándose así dos contratos donde el mercado actúa garantizando cada operación tanto para el vendedor como el comprador. Como consecuencia de esta intervención, quien opera con el mercado no debe realizar un análisis crediticio de la otra parte cada vez que contrata, sino que se basa en la solidez del mercado o de la clearing con los que opera, habiendo analizado cómo se garantizan las operaciones y los procedimientos de gestión del riesgo.

## **Rol de la Contraparte Central [\[arriba\]](#)**

La función de Contraparte Central en Argentina es desarrollada por los Mercados y las Cámaras Compensadoras autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Esta función implica que el Mercado o la Cámara Compensadora de valores negociables se encarga de la registración, compensación, liquidación y garantía de las operaciones negociadas en el Mercado.

Analizando el caso de una Cámara Compensadora, Argentina Clearing y Registro S.A.[1], su actuación como contraparte central se da a través de un proceso de novación, por el cual la Cámara se convierte en el comprador para cada vendedor y en el vendedor para cada comprador. Mediante este mecanismo, el riesgo crédito bilateral concentrado de cada transacción se diversifica y pasa a estar administrado por el sistema de gestión de riesgo y soportado por el sistema de salvaguardas.

Este sistema de salvaguardas es implementado por la Cámara para proteger a sus participantes del default de cualquiera de ellos. Para ello, la entidad cuenta con un set de herramientas de gestión de riesgo, incluyendo requerimiento de diferencias diarias, márgenes en bruto por comitente y controles de límites.

A pesar de lo expuesto, si bien el riesgo de incumplimiento es asumido por la Cámara Compensadora, en los casos en que una de las contrapartes, vendedora o compradora, tiene una fuerte posición abierta en el Mercado, el incumplimiento de esta podría poner en riesgo el sistema integral, dado que las garantías que otorga cada participante del Mercado en relación a las operaciones que realiza pueden no llegar a cubrir el total del monto adeudado.

Si bien existen varios mecanismos que garantizan incluso más allá de lo que garantiza cada operador, esto no exime del riesgo sistémico que genera un participante de alto impacto, como ocurre con las Entidades Financieras.

## **Incumplimiento de Entidades Financieras en el Mercado [\[arriba\]](#)**

La Ley N° 27.440, promulgada el 11 de mayo de 2018, contempla en el apartado II del art. 190 que en caso de derivados celebrados con entidades financieras que sean objeto de: (i) una reestructuración según lo dispuesto en el art. 35 bis, apartado II de la Ley N° 21.526 de Entidades Financieras, o (ii) de una suspensión de sus operaciones según lo previsto en el art. 49 de la Ley N° 24.441 Carta Orgánica del BCRA, existiría un plazo de 3 días hábiles en los cuales no se podría tomar acción alguna en relación con estos contratos.

La inquietud surge en virtud de que, como el mencionado Título aplica al género derivados (incluiría los contratos de futuros y opciones que se operan a través de una contraparte central), no queda claro que en el supuesto de una contraparte que sea una entidad financiera respecto de la cual se haya dispuesto un proceso de reestructuración o suspensión de operaciones por parte del Banco Central de la República Argentina pueda continuar cumpliendo sus obligaciones (principalmente respecto del pago de las diferencias diarias) provenientes de un contrato derivado celebrado en un mercado con contraparte central, ni en qué forma lo hará.

Si bien se entiende que las reglas sobre inaplicabilidad de la Ley de Concursos y Quiebras introducidas por la Ley N° 27.440 son para toda clase de derivados, las normas que prevén la suspensión por tres días para entidades financieras -en principio- no serían aplicables a mercados con contraparte central (esto es, mercados que garantizan las operaciones interponiéndose entre el comprador y el vendedor y actuando como contraparte de cada transacción), a los cuales les aplica el art. 1429[2] del Cód. Civ. Com., que dispone que dispone que las operaciones hechas en mercados bajo el contralor de la CNV se rigen por los Reglamentos dictados por los mismos, previa aprobación de la CNV (art. 44[3] de la Ley de Mercado de Capitales).

Asimismo, la restricción al ejercicio de los mecanismos contractuales y a la ejecución de garantías establecidos en los arts. 189 y ss. por parte de la contraparte central que interviene en la liquidación de Derivados y Pases celebrados por una entidad financiera sujeta al proceso de reestructuración o la suspensión de sus operaciones a partir del tercer día hábil desde la fecha de la resolución del Banco Central de la República Argentina que dispone la reestructuración o suspensión de aquella entidad, es contrario a lo dispuesto por el art. 40 de la Ley de Mercado de Capitales y genera un riesgo sistémico a la entidad de contraparte central al no poder cumplir regularmente con la función de liquidación y compensación de los contratos ni la ejecución de garantías en los casos en que la entidad financiera afectada tenga una posición abierta con saldo deudor en contra de lo dispuesto por sus reglamentos.

### **Conclusión** [\[arriba\]](#)

Las reglas sobre inaplicabilidad de la Ley de Concursos y Quiebras introducidas por la Ley N° 27.440 se han estipulado para toda clase de derivados, tal como lo refleja el título en el que se tratan el cual se denomina “Regulaciones de instrumentos derivados”. En éste Título, el regulador restringe el ejercicio de los mecanismos contractuales y la ejecución de garantías establecidos en los arts. 189 y ss. para el caso de Derivados y Pases celebrados por una entidad financiera sujeta al proceso de reestructuración o la suspensión de sus operaciones a partir del tercer día hábil desde la fecha de la resolución del Banco Central de la República Argentina que dispone la reestructuración o suspensión de aquella entidad. Si en este supuesto interviene una contraparte central en la liquidación de los Contratos Derivados, la previsión se torna contraria a lo dispuesto en el art. 40 [4] de la Ley N° 26.831. Asimismo, dada la complejidad de los procesos de gestión del riesgo de una cámara compensadora o un mercado actuando como tal, este plazo generaría un riesgo sistémico a la contraparte central, la que no podrá cumplir regularmente con la función de liquidación y compensación de los afectados que tengan una posición abierta con saldo deudor. Esto se debe a que, si bien la entidad es justamente la que asume el riesgo de cada Contrato Derivado, cada operación debe ser cerrada con su operación contraria: si no existiera posibilidad de liquidar la operación inversa no es posible liquidar ninguna de ellas, esto es una venta no se liquida sin una compra y viceversa.

Entendiendo entonces que la CNV es la autoridad encargada de reglamentar este Título, de conformidad con lo establecido en el art. 194 de la Ley N° 27.440, corresponde que dicho Organismo dicte una norma donde disponga que de conformidad con lo previsto en el art. 40 de la Ley N° 26.831, para el caso de operaciones con Derivados y Pases celebrados y/o registrados en el ámbito de mercados autorizados por la CNV, cuya liquidación se realice mediante un Mercado, Cámara Compensadora o Entidad de Contraparte Central, los mecanismos contractuales previstos en el Título VIII “Regulaciones de instrumentos derivados” de la Ley N° 27.440 podrán ser ejercidos a partir del día hábil siguiente a la

determinación de los saldos de dichos Derivados y Pases por parte de la entidad de contraparte central de acuerdo con los reglamentos del Mercado y/o los términos y condiciones de los mismos.

#### Notas [\[arriba\]](#)

[1] Argentina Clearing y Registro S.A. Cámara Compensadora autorizada por la Comisión Nacional de Valores Matrícula Nro. 1018.

[2] ARTÍCULO 1429.-Normas aplicables. Los contratos celebrados en una bolsa o mercado de comercio, de valores o de productos, en tanto éstos sean autorizados y operen bajo contralor estatal, se rigen por las normas dictadas por sus autoridades y aprobadas por el organismo de control.

[3] ARTÍCULO 44. - Reglamentaciones. La Comisión Nacional de Valores deberá aprobar todas las reglamentaciones propiciadas por los mercados y las cámaras compensadoras y entidades de registro en forma previa a su entrada en vigencia. Los mercados y cámaras compensadoras deben mantener en todo momento sus reglamentaciones adecuadas a la normativa emanada de la Comisión Nacional de Valores. (Artículo sustituido por art. 56 de la Ley N° 27.440 B.O. 11/5/2018).

[4] ARTÍCULO 40. - Garantía de operaciones. Conforme la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, los mercados deberán establecer con absoluta claridad, en sus estatutos y reglamentos, en qué casos y bajo qué condiciones esas entidades garantizan el cumplimiento de las operaciones que en ellas se realizan o registran.

Cuando se garantice el cumplimiento de las operaciones el mercado o la cámara compensadora, según corresponda, actuarán como contraparte central, conforme la normativa que a tales fines dicte la Comisión Nacional de Valores.

En este caso, el mercado o la cámara compensadora, según corresponda, deberá liquidar las operaciones que tuviese pendientes el agente que se encuentre en concurso preventivo o declarado en quiebra. Si de la liquidación resultase un saldo a favor del concursado o fallido lo depositará en el juicio respectivo. (Artículo sustituido por art. 54 de la Ley N° 27.440 B.O. 11/5/2018).