

Los contratos de futuros sobre dólar y la declaración de emergencia: El Caso Rofex

Alejandra Daniela Marcozzi

I. Introducción. Objeto del trabajo y elección del tema de tesis [\[arriba\]](#)

El objeto del presente trabajo de Tesis consiste en exponer y analizar las causas y consecuencias de la problemática suscitada en torno a los contratos de futuros de dólar celebrados en el ámbito del ROFEX[1], que finalmente concluyó con el dictado de las Comunicaciones emitidas por ROFEX y Argentina Clearing S.A.

Estas Comunicaciones declararon la emergencia con relación a las posiciones abiertas al 14 de diciembre de 2015 con vencimiento hasta Junio de 2016, cuya concertación hubiera sido posterior al 29 de Septiembre de 2015. Como resultado de la aplicación de lo dispuesto en las Comunicaciones, se produjo la novación de los Contratos mediante una corrección de precios ejecutada a través de la cancelación de los Contratos existentes y su consecuente novación con un precio diferente al originalmente pactado.

Para abordar un tema tan complejo y apasionante como el que se pretende analizar en este trabajo, resulta necesario efectuar una breve descripción de los hechos del caso, del marco legal aplicable, del funcionamiento del mercado financiero en general y del uso que los inversores hacen de los contratos de futuro. Para ello es menester hacer una sucinta introducción previa a ciertas cuestiones conceptuales de gran importancia para su cabal comprensión. Se comenzará entonces por exponer los principales conceptos y funciones del sistema financiero y de sus mercados, haciendo una breve mención a los tipos de mercados existentes, para luego adentrarse en los contratos derivados, efectuando una exposición de la importancia que revisten para las empresas argentinas en función del uso que de ellos se realiza. Posteriormente, se efectuará un breve análisis de los contratos de futuros para exponer su concepto, sus elementos principales, los tipos de contratos que comúnmente se negocian, su calificación jurídica y el marco legal y regulatorio en el cual se desarrollan. Se debe aquí destacar que el repaso que se llevará a cabo de las cuestiones conceptuales previas no será sino un breve desarrollo de cada una de ellas, a efectos de exponer los puntos más relevantes que permitan delinear los conceptos, brindando así un marco teórico que otorgue el mínimo conocimiento necesario para facilitar la comprensión del caso que se analizará. Una vez expuestos los elementos conceptuales más relevantes, se comenzará por introducir los hechos del Caso ROFEX, evaluando, en función de las disposiciones de las Comunicaciones, cuál fue el impacto económico que su aplicación generó en el patrimonio de los inversores a raíz de la corrección de los precios de los Contratos alcanzados por las Comunicaciones, así como la afectación que tal situación produjo en la seguridad jurídica y en la credibilidad del Mercado. Luego se llevará a cabo el análisis de las obligaciones y responsabilidades de las partes involucradas, para más adelante centrarlo en la declaración de emergencia que dio origen al caso bajo análisis. Para ello será necesario comprender las facultades del Mercado para su declaración y evaluar su participación, así como la del BCRA, la CNV y ACSA en la generación de la emergencia. El objetivo de estas líneas será desentrañar si existió verdaderamente una emergencia susceptible de generar un riesgo sistémico y establecer si el mecanismo utilizado para su declaración resultó el adecuado desde el punto de vista de la legalidad e idoneidad. A continuación se procederá a analizar la posibilidad de revisión judicial y/o arbitral del Caso ROFEX para determinar cuáles son las acciones legales posibles y ante qué órgano jurisdiccional deberían ser entabladas para salvaguardar los derechos de los inversionistas. Finalmente se terminará por exponer las conclusiones a las que se ha arribado luego de la investigación y los análisis llevados a cabo a lo largo de este trabajo. Es dable destacar que la decisión de seleccionar el Caso ROFEX

como tema de Tesis, surge como consecuencia de la importancia de las secuelas jurídicas, políticas, sociales y económicas que se generaron a partir de éste, especialmente para aquellos inversores que han decidido en los últimos años utilizar estos contratos como herramienta de gestión del riesgo.

No es novedad que la celebración de contratos derivados es cada vez más utilizada por las empresas para, entre otras finalidades, gestionar aquellos riesgos cuya generación no se encuentra vinculada en forma directa con las actividades propias de su organización. Siendo los contratos de futuros de dólares instrumentos fundamentales para la protección de las finanzas empresariales y para dar cumplimiento al objetivo de honrar sus compromisos futuros en dólares, más aún en situaciones en las cuales el acceso al mercado de cambios se encuentra restringido por políticas monetarias gubernamentales, resulta de gran relevancia analizar si lo sucedido a raíz del Caso ROFEX podría generar un impacto en las decisiones de inversión futura por parte de las empresas.

En un contexto económico del país en el cual el tipo de cambio en la relación peso-dólar se ha ido incrementando sistemáticamente, provocando una devaluación cada vez mayor de la moneda nacional, y siendo que a raíz del reciente cambio de gobierno se tomó la decisión de colocar la paridad de ambas monedas en un valor que guardara correlación con el valor de mercado internacional, ha sido necesaria durante los últimos años la cobertura del tipo de cambio para que una empresa con compromisos en esa moneda extranjera pueda continuar operando en situación normal. Ahora bien, cabe preguntarse si el Caso ROFEX trajo consigo la inestabilidad del Mercado y la pérdida de credibilidad de los inversores, ante una declaración de emergencia de dudosa procedencia.

II. Cuestiones conceptuales previas [\[arriba\]](#)

2.1) Sistema financiero

2.1.1) Concepto

El sistema financiero es “el conjunto de intermediarios, mercados e instituciones que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es, que transfieren renta desde unidades excedentes hasta las deficitarias; es, por lo tanto, el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos jurídicos y económicos, humanos, materiales y técnicos, a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas”[2].

Conforman el sistema financiero las instituciones, los medios, mercados e intermediarios que tienen por objeto canalizar el ahorro de las unidades superavitarias para transferirlas de forma eficiente a las unidades deficitarias, siendo esta la finalidad principal del sistema.

El sistema financiero tiene un rol esencial en el correcto funcionamiento y desarrollo de la economía de un país. Su estabilidad, eficiencia y competitividad serán factores determinantes para influir en el crecimiento económico de una Nación. Para que ello suceda resulta necesaria la existencia un marco regulatorio e institucional de gran solidez que cuente con una permanente y efectiva supervisión a fin de garantizar la integridad del sistema y de la protección de los intereses del público en general.

2.1.2) Principales funciones

Tal como se expuso anteriormente, la función primordial del sistema financiero consiste en distribuir en forma eficiente los recursos, captando el ahorro excedente para asignarlo a

quienes necesitan financiación. Si bien ésta es la principal función, existen otras seis funciones fundamentales que el mercado financiero desempeña, las cuales consisten en[3]:

- “a) Proporcionar medios para transferir recursos económicos a través del tiempo, entre países.
- b) Proporcionar maneras de administrar el riesgo.
- c) Proporcionar mecanismos de compensación y liquidación de pagos para facilitar el comercio.
- d) Proporcionar un mecanismo para la concentración de recursos en fondos comunes y la subdivisión de la propiedad en diversas empresas.
- e) Proporcionar información de precios para ayudar a coordinar la toma de decisiones descentralizada en varios sectores de la economía.
- f) Proporcionar esquemas para manejar los problemas de incentivos que se generan cuando una de las partes de una transacción cuenta con información que la otra parte no tiene o cuando una parte actúa como agente de la otra.”

Estas seis funciones centrales del sistema financiero forman parte de su función principal, pero a la vez indican que este sistema no ha sido creado para ser simplemente un nexo entre quienes tienen ahorro excedente y quienes necesitan recursos financieros, sino que fue generado para que estas transacciones se realicen con finalidades distintas a la principal, como gestionar ciertos riesgos exógenos, y que sean llevadas a cabo en un ámbito de estabilidad y seguridad. Este marco estará dado por la información que el sistema selecciona, compila y brinda a quienes participan en él y por la transparencia con que se ejecutan las operaciones.

Para que el sistema financiero funcione de forma sana y eficaz debe existir un marco institucional, regulatorio y de control que permita a las partes operar libremente, con la seguridad y confianza que las transacciones que allí se realizan requieren.

2.2) Mercados Financieros

2.2.1) Concepto

Se puede definir al mercado financiero como el lugar o el medio en el cual se negocian e intercambian activos financieros y se establecen sus precios. Para mayor abundamiento y una mejor comprensión del concepto del mercado financiero, éste puede ser definido como “un mecanismo por medio del cual los oferentes y demandantes de activos financieros reunidos en un lugar o interconectados mediante sistemas informáticos negocian sobre la base de la oferta y la demanda los precios y cantidades de dichos activos”. [4]

Esta es tal vez la definición más completa y actualizada de los mercados financieros, toda vez que contempla no solo la función esencial de los mercados, esto es, la negociación de activos financieros, sino que tiene en cuenta la función de determinación de precios y cantidades negociables. Tiene asimismo presente que en la actualidad un mercado financiero puede o no ser un lugar físico, siendo que la tendencia actual consiste en que la mayor parte de los mercados sean electrónicos, y por ende las partes no se encuentran reunidas sino “interconectadas” para llevar adelante sus negociaciones.

Los mercados financieros son entonces aquellos lugares (físicos o electrónicos) en donde los inversores que cuentan con excedentes de ahorro celebran contratos de compra y venta de

activos financieros con aquellos que necesitan financiamiento. De ello se deriva que la función principal de los mercados financieros es proveer la financiación a quienes lo necesitan, distribuyendo los ahorros excedentes de forma eficiente. Si bien esta es la función principal, no es la única ya que conforme se desprende de la definición aportada anteriormente, los mercados financieros son además los encargados de determinar el precio de los activos financieros, lo cual logra mediante la propia interacción de los participantes de las operaciones del mercado, lo que permite determinar el rendimiento de un activo financiero determinado.

Asimismo, el mercado financiero aporta liquidez a las inversiones y reduce los costos de transacción, dado que al brindar un marco de seguridad con reglas claras para operar, con información transparente y disponible para todos los participantes por igual, permite que los inversores puedan rápidamente desprenderse de sus activos para ser colocados nuevamente en el mercado, sin mayores gastos y costos que las comisiones a abonar a intermediarios y mercados.

2.2.2) Clasificación

Los mercados financieros pueden ser clasificados de la siguiente forma[5]:

- Por los plazos de vencimiento de los activos financieros: teniendo en cuenta los plazos de vencimiento de los activos financieros, se pueden identificar dos categorías: el mercado de dinero y el mercado de capitales. Como características distintivas del primero se encuentra que en este mercado los activos financieros se negocian a corto plazo, cuentan con gran liquidez y bajo riesgo. Aquí se comercializan principalmente valores emitidos por los gobiernos o por instituciones privadas que rinden intereses. Por su parte, en el mercado de capitales se negocian activos financieros a mediano y largo plazo. Este mercado se divide a su vez en mercado de valores y mercados de crédito a largo plazo. El mercado de valores se subdivide en mercado de renta fija, que otorgan un rendimiento fijo (bonos, etc) y mercado de renta variable en donde los inversionistas deben esperar a que exista un rendimiento que pueda ser distribuido para obtener un beneficio, como en el caso de las acciones.
- Por período de negociación de los activos financieros: Desde este punto de vista se pueden clasificar los mercados en primarios y secundarios. Los primeros configuran el ámbito donde se negocian los valores financieros emitidos por las empresas los cuales son adquiridos por quienes tienen ahorro excedente, es decir, que consiste en la emisión de los valores y su colocación directa o primaria en el mercado. Por su parte, en los mercados secundarios estos valores adquieren liquidez poniendo en contacto a los inversores entre sí para que negocien estos valores ya emitidos y adquiridos inicialmente por otros inversionistas.
- Por el mecanismo de liquidación y la entrega de los activos financieros: En esta clasificación se tiene en cuenta el plazo y el mecanismo de liquidación de los activos financieros. Así, en el mercado de contado por ejemplo las operaciones con activos financieros se liquidan el mismo día en que fueron concretadas o en plazo acordado o establecido en el reglamento. En cambio, en el mercado de derivados, cuyas particularidades se analizarán más adelante, la liquidación de las operaciones o la entrega de los activos subyacentes se difiere en el tiempo al momento pactado en los contratos.

2.2.3) Mercado de derivados

2.2.3.1) Concepto. Tipos de mercado.

El mercado de derivados es el ámbito en el cual se negocian los contratos derivados, los que serán tema de análisis más adelante en este trabajo.

Estos contratos se comercializan en dos ámbitos posibles: los mercados institucionalizados y los mercados Over the Counter (“OTC”).

Los mercados OTC son mercados no institucionalizados los cuales se desarrollan fuera del ámbito de las bolsas de comercio, no existiendo un espacio físico donde se asienten ni organismos que los regulen. Sin embargo, quienes participan en este tipo de mercados han aceptado algunas reglas vinculadas con la valoración de los límites, la constitución de garantías, la utilización de contratos estandarizados y hasta la utilización de cámaras de compensación[6].

Los contratos que allí se negocian no son estandarizados sino que se realizan a medida de las partes, por lo que suelen denominarse “tailor made contracts”, lo que ciertamente importa un alto grado de flexibilidad[7]. Como contrapartida de esta flexibilidad se encuentra el riesgo, ya que cada una de las partes asume el riesgo de incumplimiento de la otra por no existir cámara de compensación o mercado alguno que intermedien como garantes de la operación. Por esta razón, quienes operan en este tipo de mercados suelen ser profesionales. Asimismo y como consecuencia de los contratos no estandarizados, resulta más complicada su transferencia a otro inversor a menos que haya una cláusula específica que lo estipule, y que la nueva contraparte que adquiera ese contrato esté dispuesta a aceptar sus términos y condiciones hechos a medida de los intereses y necesidades del inversor anterior.[8]

Por su parte, los mercados institucionalizados se desarrollan en el ámbito de una bolsa de comercio o de sistemas electrónicos[9] que permiten la negociación a quienes participan de él. La actividad de estos mercados se encuentra regulada por normas emanadas de la autoridad de contralor y de aquellas dictadas por el propio mercado. Los contratos que en su marco se celebran son estandarizados en casi la totalidad de sus elementos, siendo el precio lo único que verdaderamente se negocia.

La característica distintiva de los mercados institucionalizados consiste en la existencia de una cámara de compensación o clearing house, la cual se convierte en contraparte de de un determinado contrato. De este modo, se corre la contraparte original y junto con ella el riesgo de incumplimiento, dado que a partir del momento de su celebración, la parte contrata con la cámara de compensación disminuyendo de este modo los riesgos del contrato. Estas cámaras son instituciones privadas, vinculadas con el mercado cuyo objeto principal es asegurar el cumplimiento de los contratos.

Es dable destacar que en algunas ocasiones es el propio mercado quien garantiza las operaciones, lo cual se encuentra permitido por la legislación aplicable[10]. Respecto de las cámaras compensadoras y las garantías, más adelante en este trabajo se tratarán estos temas con mayor profundidad.

2.2.3.2) Mercado de Futuros y Opciones.

Los mercados de futuros y opciones son entidades privadas cuyo objetivo consiste en “organizar, registrar, garantizar y liquidar la negociación de contratos de futuros y opciones”[11]. Estos mercados suelen contar con cámaras compensadoras, constituidas como sociedades anónimas, para cumplir algunas de las funciones indicadas, más precisamente la función de garantía, la que pueden realizarla también con un área específica dispuesta a estos fines dentro de su estructura organizativa.

La CNV, establece que “Tanto agentes como clientes pueden negociar contratos de futuros y opciones con dos tipos de objetivos: cubrir un riesgo de precio trasladando éste a otros (productores, exportadores, importadores) o especular con el precio con la finalidad de obtener alguna ganancia.”. Asimismo, la CNV indica que “los mercados de futuros y opciones dictan sus propias normas principalmente referidas a los siguientes aspectos: su funcionamiento interno, la forma adoptada para la negociación de los contratos, los contratos que se pueden negociar, las reglas para el registro, compensación y liquidación de los contratos, y quiénes pueden negociar los mismos. Respecto de la forma de negociación de los contratos, los mercados pueden decidir que se haga en una rueda a viva voz o a través de un sistema electrónico, o por medio de ambos en forma simultánea. Pueden negociar contratos (ya sea en las ruedas o en el sistema electrónico) personas o entidades que estén registradas en su respectivo mercado como agentes. Para ello, deben cumplir con los requisitos que el mercado establezca acerca de capital mínimo, organización adecuada para atención de clientes y de llevado de libros de registros de operaciones propias y de clientes. Los mercados se encargan de verificar el efectivo cumplimiento de estos requisitos a lo largo del tiempo y diseñan los términos y las condiciones de los contratos de futuros y opciones, que los agentes registrados pueden negociar, en las ruedas a viva voz y/o a través del sistema electrónico. Estos términos y condiciones predeterminados por los mercados hacen que estos contratos sean estandarizados en su mismo tipo en cuanto a activo subyacente (producto físico o activo financiero), la unidad de negociación (cantidad de producto comprado o vendido, por ejemplo cien toneladas de trigo), horario de negociación, meses habilitados para el vencimiento y forma de liquidación (por ejemplo por entrega física del producto o por diferencia de precio)”[12].

Existen actualmente dos mercados de futuros y opciones institucionalizados en funcionamiento: el Mercado a Término de Buenos Aires S.A. (MAT/BA) y el ROFEX. Para poder operar en estos mercados es menester cumplir con los requisitos patrimoniales y de idoneidad que estos exijan.

2.2.3.2.1) Marco legal y regulatorio. Antecedentes.

Los mercados de futuros y opciones se desenvuelven dentro del marco legal regulado por la Ley de Mercado de Capitales N° 26831 y su Decreto Reglamentario 1023/2013, los que son complementados por las normas de la Comisión Nacional de Valores Texto Ordenado 2013.

Como antecesores a este marco regulatorio, se encontraban la ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores y el Decreto 677/01 sobre transparencia, que diseñaron el marco legal aplicable, designado a la CNV como autoridad de aplicación y control.

La CNV es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina cuyas funciones las ejerce un Directorio compuesto de cinco miembros designados por el Poder Ejecutivo Nacional.

La ley 17.811 disponía en su artículo sexto que la Comisión Nacional de Valores tenía las siguientes funciones:

- “a) autorizar la oferta pública de títulos valores;
- b) asesorar al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las bolsas de comercio, cuyos estatutos prevén la cotización de títulos valores, y los mercados de valores;
- c) llevar el índice general de los agentes de bolsa inscriptos en los mercados de valores;

- d) llevar el registro de las personas físicas y jurídicas autorizadas para efectuar oferta pública de títulos valores y establecer las normas a que deben ajustarse aquéllas y quiénes actúan por cuenta de ellas;
- e) aprobar los reglamentos de las bolsas de comercio relacionados con la oferta pública de títulos valores, y los de los mercados de valores;
- f) fiscalizar el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la presente ley;
- g) solicitar al Poder Ejecutivo Nacional, el retiro de la autorización para funcionar acordada a las bolsas de comercio cuyos estatutos prevean la cotización de títulos valores y a los mercados de valores, cuando dichas instituciones no cumplan las funciones que les asigna esta ley”.

Por su parte, el artículo séptimo de la norma precitada otorgaba a esa Comisión las facultades de inspección e investigación en los siguientes términos: “La Comisión Nacional de Valores dicta las normas a las cuales deben ajustarse las personas físicas o jurídicas que, en cualquier carácter, intervengan en la oferta pública de títulos valores, a los efectos de acreditar el cumplimiento de los requisitos establecidos en esta ley. En el ejercicio de sus funciones puede:

- a) Requerir informes y realizar inspecciones e investigaciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización;
- b) Recabar el auxilio de la fuerza pública;
- c) Iniciar acciones judiciales;
- d) Denunciar delitos o constituirse en parte querellante”.

Estas facultades, si bien continúan siendo las básicas y principales de esa Comisión, han sido ampliadas por la Ley 26.831, concentrando en la C.N.V. mayores potestades y trasladando competencias que antes tenían las Bolsas a los Mercados de Valores. El fundamento para todo ello fue la necesidad de una mayor transparencia y protección de los pequeños inversores y de los consumidores financieros.

Dentro de los antecedentes del marco legal, se encontraba también el Decreto N° 2284/91 que en sus artículos 80 y 83 disponían la competencia de la CNV sobre la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza en el territorio nacional.

Posteriormente, el Decreto N° 1926/93 ratificó la competencia de la CNV para autorizar el funcionamiento de los mercados de contratos a término, de futuros y opciones en todo el ámbito del territorio nacional y estableció la relación que esa Comisión con la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos (actual Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca) en los casos de contratos a término, de futuros y opciones cuyo activo subyacente estuviere bajo jurisdicción de esa Secretaría.

Más tarde, el Decreto N° 677/01 de Transparencia y Mejores Prácticas para el Mercado de Capitales, dictado por el Poder Ejecutivo en uso de las atribuciones conferidas por la Ley N° 25.414, receptó lo establecido en el Decreto N° 2284/91 en cuanto a la competencia de la CNV cuando se tratare de operaciones con contratos a término, de futuros u opciones transadas en mercados autorregulados.

La CNV, en cumplimiento de sus funciones y de las disposiciones de la Ley 17.811, reglamentó dentro de sus normas, inicialmente el texto ordenado 2001 y actualmente el texto ordenado 2013[13], las condiciones en las que debían crearse y operar los mercados de futuros y opciones.

La ley 17.811 comenzó la construcción del marco legal del mercado de capitales sobre la base de la autorregulación, facultándolo a dictar sus propias normas y reglamentos y a ejercer el poder de policía sobre sus miembros. Sin embargo esto no significó que sus facultades fueran absolutas e ilimitadas dado que seguirían bajo el control de la CNV la cual supervisaría y controlaría sus actuaciones.

La nueva normativa derogó las disposiciones de la ley 17.811 de oferta pública, del Decreto 677/01 sobre transparencia, del decreto 652/92 sobre calificadoras de riesgo y toda otra norma que se opusiera a ella, manteniendo los conceptos de aproximadamente la mitad de las disposiciones vigentes anteriormente, ampliando las facultades de la CNV, permitiéndole un mayor grado de control, interviniendo de este modo en la autorregulación de los mercados que se ha visto disminuida en procura de mayor seguridad y protección para los inversores.

Los pilares fundamentales de este sistema normativo han sido desde su inicio la transparencia del mercado y la simetría de la información, siendo estos los ejes que atraviesan cada uno de los cuerpos normativos mencionados.

En lo que al análisis del Caso ROFEX respecta, adicionalmente al marco impuesto por la legislación vigente en la materia, el Mercado cuenta con un reglamento interno que contiene disposiciones de carácter genérico aplicables a todas las operaciones que se celebren en esa institución, y una serie de reglamentos específicos aplicables a cada tipo de contrato en particular. En el caso que se analizará a continuación resultan aplicables tanto el reglamento interno de carácter general como el reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense. Todos estos reglamentos se encuentran a disposición del público en general en la página web del Mercado[14].

2.2.3.3) Cámaras compensadoras.

Uno de los temas más relevantes para los mercados y para quienes operan en ellos consiste en la forma de garantizar los contratos que en su seno se celebren. Para ello fueron creadas las cámaras compensadoras, que son entidades privadas cuyo objeto principal consiste en garantizar el cumplimiento de los contratos realizados en el mercado para el cual ejercen sus funciones.

Si bien es cierto que los mercados y sus cámaras compensadoras suelen tener una estrecha relación[15], estas instituciones cumplen funciones diferentes, ya que lo que caracteriza el rol de la cámara es que ella misma se interpone como contraparte en todo contrato negociado, convirtiéndose así en la compradora de todo contrato vendido y en la vendedora de todo contrato comprado.[16] Esto es lo que se conoce como “principio de sustitución”, lo cual permite asegurar la integridad financiera de las operaciones. En función de este principio la cámara se coloca como contraparte en todos los contratos de futuros y opciones, lo que arroja como resultado que los compradores y vendedores de estos contratos no generen obligaciones entre sí, sino entre las firmas miembro del mercado que actúan por cuenta y orden de las partes y la cámara compensadora.

De este modo, el mercado, a través de la cámara compensadora, logra el objetivo de la disminución del riesgo de incumplimiento en los contratos lo que hace más atractivo para los inversores operar en su institución.

Si bien la función de garantía y de rol de contraparte en los contratos es primordial, no es la única función que cumplen las cámaras de compensación ya que ellas se encargan de liquidar diariamente los contratos de futuros negociados en los mercados, así como de administrar los sistemas de márgenes de garantías requeridos por los mercados[17].

Estos márgenes suelen ser los siguientes[18]:

- a) Margen inicial: es la garantía que se deposita en dinero en efectivo o en activos financieros líquidos al inicio de la transacción. Este margen permite afrontar las pérdidas que pueden generarse como consecuencia de la fluctuación del activo subyacente.
- b) Margen de mantenimiento: es un límite mínimo del margen de garantía. Si las pérdidas sufridas hacen que la garantía quede debajo de este margen, la parte involucrada deberá realizar nuevos aportes de fondos y así recomponer su garantía
- c) Margen de variación: si las pérdidas acumuladas producen una disminución de la garantía alcanzando el margen de mantenimiento como consecuencia de la variación de precio del activo subyacente luego de la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, la parte deberá reponer nuevos fondos para mantener su posición abierta.

2.2.3.4) Mecanismos de liquidación.

Los mecanismos de liquidación utilizados por los mercados son principalmente dos: el sistema de liquidación en especie y el sistema de liquidación en dinero.

Cuando el activo subyacente negociado consiste en un activo físico (oro, soja, plata, etc) su liquidación puede realizarse mediante la entrega del activo o el pago en dinero. Por su parte, si el activo subyacente es financiero (índices, tasas de interés, etc) solo pueden ser liquidados mediante el pago de la diferencia en dinero. Actualmente, la mayor parte de los contratos derivados se liquidan de este modo.

El sistema de liquidación por pago de diferencias en dinero consiste en el pago por la parte deudora a la parte acreedora de una suma que resulta de la diferencia de precio que existe entre el precio de ejercicio del activo subyacente (precio pactado en el contrato) y el precio de ese activo en el mercado de contado o spot.

El sistema de liquidación en especie se realiza mediante la entrega efectiva del activo físico negociado. Si esta operación ha sido llevada a cabo en un mercado institucionalizado deberá ajustarse al procedimiento de dicha institución respecto de las modalidades de entrega del activo físico.

2.3) Contratos derivados

2.3.1) Concepto. Principales características.

Los contratos derivados pueden definirse como “contratos financieros cuyo valor depende del valor de uno o más bienes subyacentes o índices de dichos bienes”. [19]

En estos contratos, las prestaciones debidas son calculadas en base al valor de los activos subyacentes que se negocian, sin que necesariamente estos activos deban ser transferidos a la contraparte al vencimiento del contrato. En el caso de una liquidación en dinero por diferencias, el cálculo se realiza teniendo en cuenta el precio del activo en dos momentos:

el precio acordado y determinado al momento de celebración del contrato y el precio de mercado al momento de su liquidación. La diferencia que resulte entre ambos fijará el monto que la parte deudora deberá abonar a la parte acreedora. En caso de liquidación en especie, el contrato se cumplirá mediante la entrega del activo subyacente acordado.

Respecto de la formación del precio de los contratos derivados, éste no solamente depende del valor de los activos subyacentes sino que además se encuentra íntimamente relacionado con la capacidad de cumplimiento de las prestaciones debidas por las partes. En función de ello, resulta necesaria la determinación del riesgo de contraparte, es decir, del riesgo de incumplimiento que asume cada una de las contrapartes de un contrato de derivado y así podrá determinarse el riesgo de precio. En este sentido, los contratos derivados podrían definirse como “un acuerdo mediante el cual las partes tienen como propósito la transferencia y absorción de ciertos riesgos mediante la negociación de derechos y obligaciones relacionados con las fluctuaciones de precios o valores de determinados activos subyacentes”, entendiéndose asimismo que en los contratos derivados “se negocian riesgos y no los activos subyacentes respecto de los cuales se calculan las prestaciones debidas por las contrapartes”[20].

2.3.2) Funciones de los contratos derivados. Cobertura del riesgo.

La gestión del riesgo ha sido en los últimos años un tema central en todas las empresas que intentan en forma sistemática mitigarlo, asegurarlo, minimizarlo o transferirlo a un tercero.

Estos riesgos pueden ser divididos en dos tipos o especies: por un lado se encuentran aquellos que están directamente vinculados con el negocio de la empresa o “endógenos”, y por el otro, aquellos que no tienen que ver con el objeto de la compañía pero sin embargo son susceptibles de afectar su funcionamiento y rentabilidad en forma directa. Estos son los riesgos “exógenos”.

Para gestionar los riesgos de tipo exógeno suelen utilizarse herramientas tales como los contratos derivados, a los fines de evitar la incertidumbre que generan principalmente la volatilidad de los precios de los bienes ante la ley de oferta y demanda y el paso del tiempo[21]. Así, este tipo de contratos permiten a las empresas realizar una efectiva planificación financiera reduciendo problemas relevantes tales como la falta de liquidez, razón por la cual suelen ser elegidos como estrategia financiera para la administración de ciertos riesgos, permitiendo proyectar un plan de negocios con mayor grado de certeza y previsión.

Parte de la doctrina clasifica como riesgos principales a gestionar por estos contratos los siguientes: i) el riesgo de volatilidad de los precios; ii) el de volatilidad de las tasas de interés y iii) el del tipo de cambio[22].

Cabe tener presente que los costos que la gestión de riesgos mediante la concertación de contratos derivados conlleva, son sustancialmente menores a la compra de los activos subyacentes que se negocian o la adquisición de otros valores en el mercado.

Las funciones principales de los contratos derivados pueden ser clasificadas en:

a) Función de cobertura: Mediante la celebración de un contrato derivado se logra la traslación de riesgos de una parte a la otra y así la cobertura frente a las posibles fluctuaciones de precios y valores de los activos, con un riesgo controlado y mínimo. Al concretarse un contrato derivado una de las partes asume un riesgo relacionado con la

futura evolución de un activo subyacente a cambio de una contraprestación y la otra parte traslada el riesgo que no desea asumir, pagando a quien lo asume una prima.

Si bien existen otras funciones para estos contratos, tal como a continuación expondré, el objetivo primario de las empresas que celebran este tipo de contratos es la cobertura a los fines de reducir la incertidumbre respecto de un bien que a futuro necesitará comprar o vender o bien honrar compromisos en moneda extranjera asumidos con anterioridad pero con vencimientos futuro sin que ello implique un gran impacto económico a raíz de la variación del tipo de cambio.

b) Especulación: Quienes celebran contratos derivados con fines especulativos no buscan reducir la exposición al riesgo sino conseguir beneficios como resultado de la asunción de un riesgo.

Los especuladores son parte esencial en el mercado de derivados porque son quienes le aportan la liquidez que necesitan para funcionar exitosamente. Son quienes se convierten en contrapartes de todos aquellos que buscan cobertura. En función de ello se puede afirmar que, a mayor cantidad de especuladores en el mercado, mayor liquidez y menores costos para la celebración de estos contratos.

c) Arbitraje: Las operaciones de arbitraje consisten en aprovechar las diferencias de precios de un mismo activo en diferentes mercados o plazos. Con estas operaciones se puede lograr una mejor rentabilidad o un menor riesgo del activo adquirido originalmente. Así, se podría vender un activo de una rentabilidad determinada y comprar otro activo con igual rendimiento pero menor riesgo, o se podría vender más caro un activo comprado a bajo valor en un mercado donde se encuentre mejor valuado.

d) Gestión de activos y deudas (Asset/liability management): Cuando los contratos derivados son utilizados para la gestión de activos y deudas, su finalidad consiste en asegurar y mitigar las pérdidas que se pudieran sufrir a raíz de otras deudas contraídas a raíz de otros contratos.

2.3.3) Contrato de Futuros

2.3.3.1) Concepto. Principales características.

Un contrato de futuro es “un acuerdo entre un vendedor y un comprador, por medio del cual el primero (vendedor) se obliga a entregar al segundo (comprador) una cantidad específica de un activo subyacente de calidad determinada en una fecha en el futuro y a un precio fijado a su cierre; por su parte el comprador se compromete a pagar el precio a la fecha estipulada.”[23]

Las principales características de estos contratos han sido definidas por la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en un caso ventilado ante la Corte de Distrito de Tennessee[24] que versó sobre un contrato de futuro respecto de un commodity. En este caso la CFTC indicó que estos contratos poseen las siguientes características: 1) contrato estandarizado; 2) disposiciones sobre entregas; 3) determinación del precio al tiempo de celebración del contrato; 4) oportunidad de compensar o extinguir las obligaciones de entrega; 5) alguna modalidad de sistema de cotización de precios y una negociación de mercado competitiva.

La estandarización de los precios y la posibilidad de liquidar mediante una operación de signo contrario son las dos características principales de los contratos de futuros. Así “la estandarización de los contratos de futuros tiene como consecuencia que el único elemento

de negociación entre comprador y vendedor es el precio del activo subyacente, mientras que el monto, el plazo, la fecha de vencimiento y los márgenes de garantía constituyen elementos que forman parte del contrato que se negocia en ese mercado autorregulado”[25].

Es justamente la estandarización la que otorga liquidez y reduce los costos de las transacciones, teniendo como contrapartida la falta de flexibilidad de estos contratos para adaptarse a las especiales necesidades que las partes puedan tener.

Cuando se negocia un contrato de futuro hay dos participantes cuyos objetivos son opuestos, uno especula con un movimiento favorable en el precio del activo subyacente y otro busca cobertura ante un movimiento desfavorable del mismo.[26] Tal como expuse anteriormente, los contratos son definidos por el mercado siendo el precio lo único que las partes negocian.

Una de las particularidades más relevantes en estos contratos es el margen de garantía y su funcionamiento en la liquidación diaria de pérdidas y ganancias. Los inversores deben integrar la cuenta de garantía al inicio de cada contrato y reforzarla en caso de haber sufrido pérdidas en sus posiciones. Al final de cada día, la cámara compensadora o el mismo mercado procederán a ajustar la cuenta de garantía reflejando las ganancias o las pérdidas sufridas durante esa jornada de negociación. Este proceso se denomina ajuste de mercado o “marking to market”.

Lo más atractivo de los contratos de futuros es su pequeña inversión inicial, que consiste en la integración de las garantías que el mercado exige y la posibilidad de mitigar grandes riesgos (cobertura) o generar grandes ganancias (especulativa).

Estos contratos, a diferencia de los forwards, son transados en mercados institucionalizados por lo que se disminuye de forma significativa el riesgo de incumplimiento o de contraparte, porque el propio mercado o la cámara compensadora asumirán dicha posición de contraparte garantizando con los márgenes de garantía y con fondos propios el cumplimiento del contrato,

Respecto de la forma de liquidación de estos contratos, resulta de aplicación lo expuesto en el punto 2.2.3.4 del presente trabajo.

2.3.3.2) Calificación jurídica

Siguiendo la clasificación que el CCCN efectúa sobre los contratos en sus artículos 966 al 970, corresponde analizar dónde se ubican los contratos de futuro en dicha calificación, ya que esto permitirá lograr una cabal comprensión de algunos aspectos del caso ROFEX vinculados directamente con la naturaleza de este tipo de contratos.

a) Contratos bilaterales: Según el art. 966 CCCN, un contrato es bilateral cuando “las partes se obligan recíprocamente la una hacia la otra”. Habiendo expuesto anteriormente las características y funcionamiento de los contratos de futuro, poco cabe agregar para explicar que estamos frente a un contrato bilateral en el cual una de las partes se obliga a trasladar un riesgo y pagar una prima por ello, y la otra se obliga a recibirlo. Ambas partes se encuentran mutuamente obligadas configurando así el presupuesto básico de los contratos bilaterales.

b) Contratos onerosos: Siguiendo el art. 967 CCCN, un contrato será oneroso cuando “las ventajas que procuran a una de las partes les son concedidas por una prestación que ella ha hecho o se obliga hacer a la otra”. En un contrato derivado el deudor deberá, al liquidar el

contrato, entregar el activo o la diferencia en dinero según se haya pactado, lo que sucede sólo porque su contraparte ha realizado su prestación (en calidad de deudor de la misma) consistente en la asunción de un riesgo. Por esta razón los contratos bajo estudio son onerosos.

c) Contratos aleatorios: El art. 968 establece que un contrato es aleatorio cuando “las ventajas o las pérdidas, para uno de ellos o para todos [los contratantes], dependen de un acontecimiento incierto”. En este punto resulta necesario detenerse y advertir al lector que la categorización de los contratos derivados en conmutativos o aleatorios ha generado una gran discusión doctrinaria. Así se han creado dos corrientes; por un lado se encuentran aquellos que consideran que son contratos conmutativos porque las partes al celebrar el contrato tienen certeza respecto del valor al que se obligan; y por el otro están quienes consideran que estos contratos son aleatorios porque las “ventajas o sacrificios de las partes contratantes son desconocidas en el acto de formación del contrato y sólo podrán determinarse según el devenir de los acontecimientos”. [27] La clasificación como contrato conmutativo o aleatorio de los contratos de futuro es un dato no menor toda vez que de ello dependerá la posibilidad de aplicación de la teoría de la imprevisión y del vicio de lesión subjetiva que podría tornar nulo el acto [28]. Sin embargo, una parte de la doctrina considera que cuando estamos frente a un contrato derivado que se liquida por diferencias, estos resultan asimilables a los contratos diferenciales y siendo estos últimos calificados por la doctrina como aleatorios. [29]

d) Contratos no formales: debido a que tal como establece el art. 969 CCCN, ciertos contratos deben observar determinadas formalidades a efectos de su validez, y siendo que los contratos de futuros no se encuentran dentro de aquellos contratos que requieran especial formalidad, estos contratos integran la categoría de contratos no formales, lo cual se advierte además con la confección por parte de los mercados de los contratos “tipo” que luego se negocian y concretan en su institución.

e) Contratos nominados: el art. 970 del CCCN establece que los contratos son nominados o innominados según que la ley los regule especialmente o no. Si bien los contratos de futuros no se encuentran definidos ni regulados en las leyes, no puede ignorarse que el art. 1429 del Código citado regula aquellos “contratos celebrados en una bolsa o mercado de comercio, de valores o de productos, en tanto éstos sean autorizados y operen bajo contralor estatal”, indicando que estos contratos se registrarán “por las normas dictadas por sus autoridades y aprobadas por el organismo de control”.

III. Planteo del Caso “ROFEX” [\[arriba\]](#)

3.1) Descripción de los hechos.

Tal como se anticipara en la introducción de este trabajo, y si bien fueron las Comunicaciones las que declararon la emergencia y provocaron la novación de los contratos de dólar futuro con relación a las posiciones abiertas al 14 de diciembre de 2015 con vencimiento hasta Junio de 2016, cuya fecha de concertación fuera posterior al 29 de Septiembre de 2015, es necesario retrotraerse en el tiempo y exponer las consideraciones y medidas previas que dieron origen a las decisiones adoptadas para comprender correctamente el Caso ROFEX.

Entre agosto y noviembre de 2015 el BCRA asumió una posición vendedora en los contratos de dólar futuro, los que celebraron con un valor del dólar (activo subyacente) de \$10,60 y \$10,80 por unidad aproximadamente (existieron pequeñas fluctuaciones entre el inicio y el

fin de las rondas de negociaciones que no implicaban un impacto significativo en el resultado final de las operaciones).

Los vencimientos establecidos en estos contratos ocurrirían entre febrero y julio de 2016.

Al asumir esta posición puede entenderse que el BCRA pretendía obtener una cobertura frente al riesgo de la baja del dólar por debajo del valor pactado en los contratos, o especulaba con que esto sucediera para obtener una rentabilidad, colocándose a sí mismo como un inversor en el sistema financiero. Cabe destacar que para este momento era el BCRA el único vendedor de futuros sobre dólar en los términos señalados y contaba con un límite para operar en los mercados de futuros de dólar de diez mil millones de dólares (U\$S10.000.000.000).

El día 29 de septiembre de 2015, el Directorio del BCRA resolvió ampliar su límite global para operar en los mercados de futuros de dólar de diez mil millones (U\$S10.000.000.000) a quince mil millones de dólares (U\$S15.000.000.000), límite que fue nuevamente ampliado el 27 de octubre de 2015 y llevado a veinte mil millones de dólares (U\$S 20.000.000.000).[30]

El 1° de octubre de 2015, ACSA emitió la Comunicación N° 482 mediante la cual estableció límites a las posiciones abiertas por cuenta respecto de los contratos de futuros y opciones sobre Dólares, Euro, Real, títulos públicos, índice Merval, Oro, petróleo crudo, soja Chicago, Cupones PBI y maíz Chicago, las cuales regirían a partir del 15 de octubre de 2015. En lo que aquí interesa y respecto de los contratos de futuros y opciones sobre dólar dispuso los siguientes límites:

“a) Límite general: No se podrán mantener contratos abiertos de una posición de futuros que superen el 20% del interés abierto de esa posición o 100.000 contratos, de ambos el mayor.

Argentina Clearing podrá autorizar la extensión del límite general:

b) Límite ampliado: hasta el 30% del interés abierto de esa posición o 200.000 contratos, de ambos el mayor, debiendo el solicitante depositar márgenes adicionales del 50% del rango de la primera posición por cada contrato que supere el límite general.

c) Límite máximo: hasta el 35% del interés abierto de esa posición o 300.000 contratos, de ambos el mayor, debiendo el solicitante depositar márgenes adicionales del 60% del rango de la primera posición por cada contrato que supere el límite ampliado”.

Sin embargo, estableció que “estos límites no serán aplicables para el Banco Central de la República Argentina en cumplimiento de sus funciones de regulador de la moneda y el crédito”.

El 27 de octubre de 2015, ACSA emitió la comunicación N° 490 mediante la cual redujo nuevamente la cantidad de posiciones abiertas respecto de los contratos de dólar futuro, manteniendo fuera del alcance de esta limitación al BCRA, medida que fue mantenida en la comunicación N° 497 de fecha 3 de noviembre de 2015.

Posteriormente, el 30 de octubre de 2015, la CNV dictó la Resolución N° 649/15 mediante la cual dispuso la ampliación de los márgenes de garantía para las operaciones sobre contratos de futuros financieros, disponiendo que “...la garantía deberá ser constituida exclusivamente en moneda nacional, debiendo cubrir al cierre de las actividades diarias el equivalente al veinte (20) por ciento (%) de la posición neta de cada vencimiento...”

Los fundamentos de dicha resolución fueron resumidamente los siguientes: “Que...la CNV debe actuar tendiendo a simplificar las operaciones dentro del mercado de capitales, para así facilitar el acceso de los pequeños inversores al mismo y promover su integración, pero siempre resguardando el riesgo que puedan derivar de las operaciones concertadas”; “Que los contratos de futuros se caracterizan por un alto grado de apalancamiento, que hace necesaria la constitución de márgenes de garantía. Dichos márgenes se encuentran mayoritariamente constituidos por bienes en especie, ya sean títulos públicos u otros títulos valores”; “Que la volatilidad que registran algunas especies, afecta el valor de las garantías consideradas, es decir el monto de la exposición al riesgo entre las contrapartes”; y “Que la situación descripta incrementa el riesgo para el debido cumplimiento en este tipo de contratos, siendo necesario adoptar una cobertura adecuada, conformada por activos de máxima liquidez para la operatoria con estos instrumentos”.

De los fundamentos expuestos se desprende entonces que la razón de la ampliación de los márgenes de garantía no obedeció a la situación de riesgo que se estaba gestando a raíz de la celebración de contratos de dólar futuro a un precio por debajo del que cotizaba en otros mercados, sino que respondió a la volatilidad del valor de los activos entregados como garantía lo que terminaba por afectar su composición.

El día 19 de noviembre de 2015 ROFEX y ACSA emitieron la comunicación N° 645 por medio de la cual dispusieron la no apertura de nuevas posiciones sobre contratos de futuros de dólar durante los días 20, 23 y 24 de noviembre de 2015. A través de la comunicación N° 648 de fecha 24 de noviembre de 2015, se extendió dicha medida para los días 25 y 26 de noviembre la cual fue nuevamente prorrogada con relación al día 30 de noviembre, mediante comunicación N° 650 de fecha 27 de noviembre de 2015. En esta oportunidad dispusieron además ciertas modificaciones al Reglamento de Operatoria de Contratos de Futuros de Dólar Estadounidense que consistieron en “disponer como requisitos y condiciones para la operatoria de futuros de dólar a partir del día martes 01 de diciembre de 2015, lo siguiente:

Establecer una fluctuación máxima del 0,8% (cero punto ocho por ciento) sobre el precio de ajuste del día hábil anterior, quedando suspendida provisoriamente la aplicación del artículo 1.9 “Fluctuación máxima del precio” del Reglamento del Contrato de Futuros de Dólar.

Establecer un límite a la apertura diaria de posiciones por Agente, determinando que no se podrán registrar contratos que aumenten en más de 500 contratos la posición neta de Futuros de Dólar por ALyC. Cada Agente será responsable por el cumplimiento de dicho límite”.

Como consecuencia de todo lo anterior, el día 30 de noviembre de 2015 la CNV dictó la Resolución N° 17.909 disponiendo la interrupción transitoria de la apertura de nuevas posiciones sobre contratos de futuros de dólar en el ámbito de los mercados autorizados hasta que desaparecieran las causas que motivaron tal medida. Resumidamente los fundamentos de esta resolución fueron “Que, en definitiva, la operatoria de Contratos de Futuros de Dólar se viene desarrollando en un contexto de anomalía desde el 20/11/2015. Que en el contexto de las cuestiones planteadas, y por su posible incidencia, la COMISION NACIONAL DE VALORES cursó nota al BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA, para que se expida en el ámbito de su competencia. Que en respuesta, el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA, se pronunció sobre la situación existente a partir de posibles cambios significativos en las políticas económicas y cambiarias que han tomado estado público, lo que conllevaría que en mercados de este tipo se pueden presentar situaciones no

deseadas en este período de transiciones. Entiende así que en este contexto, la situación podría llegar a afectar el funcionamiento normal de los mercados de futuros de tipo de cambio, que podrían verse imposibilitados de cumplir cabalmente su rol de producir señales adecuadas de precios, tanto presentes como futuras. Que agregó, que en un contexto como el actual, siguiendo criterios macroprudenciales, la apertura de nuevas posiciones podría generar un incremento excesivo en la volatilidad en el mercado cambiario. Máxime teniendo en consideración las declaraciones de los propios futuros funcionarios de la administración entrante, quienes han manifestado públicamente que la cotización oficial del dólar podría ubicarse en valores sustancialmente superiores al actual”.

El 01 de diciembre de 2015, ROFEX y ACSA, a través de la comunicación N° 653 establecieron como medida de emergencia la fijación de ciertos parámetros para los contratos de futuros y opciones sobre dólar y fijaron márgenes adicionales de garantía en los siguientes términos:

- “a) Establecer el margen adicional para Contratos de Futuros de Dólar, aplicable a cada contrato que supere el 20% del interés abierto de cada posición o 100.000 contratos por cuenta, de ambos el mayor, en un valor del 100% del rango de la primera posición vendida.
- b) Establecer el margen adicional para Contratos de Futuros de Dólar, aplicable a cada contrato que supere el 30% del interés abierto de cada posición o 150.000 contratos por cuenta, de ambos el mayor, en un valor del 100% del rango de la primera posición vendida, adicional al punto a.
- c) El 50% de los márgenes adicionales, indicados en los puntos a y b, deberán ser integrados en pesos en efectivo en la Cuenta de Integración de Márgenes”.

Las disposiciones de dicha comunicación resultarían aplicables para aquellas posiciones de contratos de futuros de dólar abiertas antes del 02 de noviembre de 2015. Sin embargo en virtud de un requerimiento de la CNV[31], ROFEX y Argentina Clearing S.A. se vieron obligadas a suspender por 24 horas estas medidas atento que la CNV entendió que la toma de decisiones de estas características requería autorización previa de esa Comisión.

Por esta razón, el día 03 de diciembre de 2015, los Directorios de ambas sociedades emitieron la comunicación N° 656 manifestando su preocupación por el riesgo de incumplimiento de los contratos de dólar futuro el cual se veía agravado por la imposibilidad de aplicar el aumento de los márgenes de garantía, responsabilizando a la CNV por la posible afectación de los derechos de los inversores.

El día 14 de diciembre de 2015, se llevó a cabo una reunión de Directorio conjunta entre ROFEX y ACSA, en la cual y según consta en el Acta de Directorio N° 10, las autoridades de ambas empresas informaron a los presentes que habían mantenido varias reuniones con el BCRA, siendo una de ellas la celebrada el día 13 de diciembre de 2015 en la que tomaron conocimiento por primera vez de la ampliación del límite global para operar en los mercados de futuros de dólar por parte del BCRA y manifestaron que “las autoridades del BCRA hicieron saber que si bien acuerdan que es correcto considerar que las operaciones de Futuros de Dólar efectuadas en los últimos meses son legales, sostienen que los precios concertados no eran verdaderos precios de mercado. En este entendimiento, las autoridades manifestaron que es intención del BCRA realizar el pago de las operaciones concertadas, pero que en tal caso resulta necesario revisar los precios...atento a que los mismos no muestran una total concordancia con los precios de otros activos comprables como es el caso, por ejemplo, de las curvas del precio del dólar futuro...De esta manera

manifiestan que es correcto entender que existe una situación de emergencia que afecta de manera sistémica al mercado”.

Continuaron los Directorios de ambas compañías diciendo que “las actuales autoridades han objetado los precios a los cuales se realizaron ciertas operaciones, coincidiendo con las autoridades de ROFEX y Argentina Clearing en que los precios de los futuros con vencimiento hasta junio 2016 negociados en los mercados argentinos no mostraron una total concordancia con los precios de otros activos comparables”. Finalmente arribaron a la conclusión de “que están dadas las condiciones para declarar la emergencia con relación a dicha operatoria respecto de las posiciones abiertas a la fecha sobre Futuros de Dólar con vencimiento hasta Junio de 2016, cuya fecha de concertación sea posterior al 29 de septiembre de 2015, solución legal y contractual en virtud de las facultades reglamentarias y lo establecido en el artículo 4° del reglamento del Contrato de Futuros y Opciones de Dólar Estadounidense”. En consecuencia, decidieron declarar la emergencia en los términos que se plasmaron en las Comunicaciones que se expondrán a continuación y excluir de sus alcances a “a) Compras de futuros que estén calzadas con lanzamientos de Calls: los futuros que estén asociados a lanzamientos de Calls. b) Operaciones de Pases entre meses (spread calendario) c) Entidades Financieras con posiciones calzadas con OCT-MAE: pudiendo solicitar la cancelación de sus operaciones mediante el Registro de Operaciones bajo la modalidad de “Intercambio de Riesgo Crédito por Futuros (IRCF)”.

Ese mismo día, ROFEX y ACSA emitieron las Comunicaciones con el “objetivo de normalizar la operatoria de los futuros de dólar...y eliminar el riesgo de incumplimiento o impugnación de las operaciones concertadas” y en uso de las facultades emanadas del artículo 4° del Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense resolvieron: “I) Declarar la emergencia con relación a las posiciones abiertas a la fecha sobre los Contratos de Futuros de Dólar con vencimiento hasta Junio 2016, cuya fecha de concertación sea posterior al 29 de Setiembre de 2015. II) Disponer, con respecto a las posiciones compradas abiertas al día de la fecha de Futuros de Dólar con vencimiento hasta Junio 2016, inclusive: a) La corrección del precio original de la operación adicionando \$ 1,25 por dólar para aquellas operaciones abiertas entre el 30 de Setiembre de 2015 y el 27 de Octubre de 2015, inclusive. b) La corrección del precio original de la operación adicionando \$ 1,75 por dólar para aquellas operaciones abiertas a partir del 28 de Octubre de 2015, inclusive. c) Las correcciones mencionadas en los apartados precedentes serán realizadas mediante la registración de una operación de venta al precio original de la operación (DLR o DOX) y la simultánea compra (DLR) al precio original más el importe indicado en los ítems a. y b, produciendo la novación de las operaciones involucradas en nuevas operaciones al nuevo precio determinado. d) A los efectos del registro en ROFEX y Argentina Clearing, la contraparte de estas operaciones será el Banco Central de la República Argentina. e) El procesamiento de las operaciones indicadas en II) c. se hará durante el día martes 15 de diciembre de 2015, siendo los saldos resultantes compensados una vez que el Mercado normalice su funcionamiento. f) Las operaciones indicadas en II) c. quedarán sujetas a las disposiciones establecidas en las Normas Internas de ROFEX y/o la Cámara Compensadora, y de las NORMAS (NT 2013) de la Comisión Nacional de Valores, en particular las disposiciones que regulan la confirmación de operaciones, registro en los Libros de Operaciones, confección de boletos de operaciones y rendición de cuentas a comitentes”. Todo ello con las exclusiones indicadas anteriormente decididas en la reunión de Directorio antes mencionada.

Tres días después, el 17 de diciembre de 2015, la CNV ordenó mediante Resolución N° 17927, levantar la interrupción dispuesta por medio de la Resolución N° 17.909 del 30 de noviembre de 2015, permitiendo la apertura de nuevas posiciones.

Al día siguiente, el 18 de diciembre de 2015, ROFEX y ACSA emitieron la Comunicación N° 662 mediante la cual informaron que la CNV había aprobado expresamente la declaración de emergencia a través del envío de sendas notas al Mercado y su Cámara Compensadora. Sin embargo, no existen registros públicos de dichas notas que permitan corroborar la aprobación expresa por parte de la CNV.

3.2) Impacto económico en el patrimonio del inversor.

Para entender el impacto económico que la declaración de emergencia tuvo en patrimonio de los inversores, resulta oportuno utilizar un ejemplo práctico.

Debe considerarse en primer lugar que se trató de Contratos estandarizados, razón por la cual todos ellos presentaban las siguientes características y elementos[32]:

- a) Activo subyacente: Dólares estadounidenses.
- b) Tamaño del contrato: Un Lote de U\$S 1.000 (dólares estadounidenses mil).
- c) Cotización: pesos argentinos por cada un dólar.
- d) Moneda de negociación: pesos argentinos.
- e) Meses de contrato: cada uno de los doce meses del año.
- f) Fecha de vencimiento y último día de negociación: último día hábil del mes del contrato.
- g) Forma de liquidación: Cash Settlement (Liquidación de diferencia de efectivo) contra el tipo de cambio de referencia del BCRA "A" 3500.
- i) Variación mínima de precios: \$0,001 por cada U\$S (\$ por contrato).
- j) Variación máxima de precios: igual a la variación máxima de precios prevista en los escenarios usados para el cálculo de garantía.
- k) Márgenes de garantía: Los márgenes se redefinen en forma periódica de acuerdo a lo que determine la cámara compensadora.

Cabe tener presente que la emergencia produjo correcciones de los precios de los contratos entre \$1,25 o \$1,75 por dólar, dependiendo la fecha de su celebración. En este sentido se dispuso:

- a) El aumento del precio original de las posiciones abiertas y concertadas entre el 30/9/15 y el 27/10/15 en \$1,25 por dólar.
- b) El aumento del precio original de las posiciones abiertas y concertadas a partir del 28/10/15 en \$1,75 por dólar.

En función de lo expuesto, y suponiendo a los efectos prácticos, que un inversor ha adquirido 10.000 contratos por un valor total de U\$S 10.000.000, 5.000 de ellos celebrados el día 02 de octubre de 2015 con vencimiento pactado para el 31/01/2016 (contratos A) y los restantes 5.000 el día 30 de octubre de 2015 (contratos B) cuyo vencimiento operaría el 31/03/2016, el impacto que la corrección de precios hubiera generado en su patrimonio podría esquematizarse de la siguiente manera:

CONTRATOS A	
Fecha de Celebración	02/10/2015
Cantidad contratos	5.000
Dólares	5.000.000
Fecha de vencimiento	31/01/2016
Garantía constituida en pesos[33]	4.500.000

		Total del contrato en pesos sin corrección de precios
(*)[34]		
Valor cotización dólar Fecha de celebración	10,09	50.450.000
Valor cotización dólar último día hábil antes del vencimiento:29/01/2016	13,90	69.500.000
Diferencia en pesos	3,81	19.050.000

		Total del contrato en pesos con corrección de precios a \$1,25
Valor cotización dólar último día hábil antes del vencimiento:29/01/2016 con corrección	11,34	56.700.000
Valor cotización dólar último día hábil antes del vencimiento:29/01/2016 sin corrección	13,90	69.500.000
Diferencia en pesos	2,56	12.800.000

Diferencia sin corrección en pesos	19.050.000
Diferencia con corrección en pesos	12.800.000
Diferencia NO PERCIBIDA POR INVERSOR en pesos	6.250.000

CONTRATOS B	
Fecha de Celebración	30/10/2015
Cantidad contratos	5.000
Dólares	5.000.000
Fecha de vencimiento	31/03/2016
Garantía constituida en pesos[35]	6.200.000

Total del contrato en pesos sin corrección de precios
--

Valor cotización dólar Fecha de celebración	10,77	53.850.000
Valor cotización dólar último día hábil antes del vencimiento:31/03/2016	14,58	72.900.000
Diferencia en pesos	3,81	19.050.000

		Total del contrato en pesos con corrección de precios a \$1,75
Valor cotización dólar último día hábil antes del vencimiento:31/03/2016 con corrección	12,52	62.600.000
Valor cotización dólar último día hábil antes del vencimiento:31/03/2016 sin corrección	14,58	72.900.000
Diferencia en pesos	2,06	10.300.000

Diferencia sin corrección en pesos	19.050.000
Diferencia con corrección en pesos	10.300.000
Diferencia NO PERCIBIDA POR INVERSOR en pesos	8.750.000

Daño total al patrimonio del inversor	
Diferencia no percibida contratos A en pesos	6.250.000
Diferencia no percibida contratos B en pesos	8.750.000
Daño total en pesos	15.000.000

Del esquema expuesto surge con claridad el impacto real al patrimonio de un inversor que hubiera celebrado contratos en las fechas indicadas, por la cantidad y los montos estipulados en el ejemplo. Así, de no haberse declarado la emergencia ni realizado corrección alguna, el inversor debería haber recibido una suma de treinta y ocho millones cien mil pesos (\$38.100.000) a la finalización del contrato por liquidación de diferencias respecto del valor del activo subyacente. Sin embargo, y como consecuencia de las medidas adoptadas por ROFEX y ACSA terminó por recibir una suma de veintitrés millones cien mil pesos (\$23.100.000), lo que se traduce en una diferencia de quince millones de pesos (\$15.000.000) que este inversor ha dejado de percibir en razón de no haberse cumplido sus contratos en las condiciones pactadas a su celebración.

3.3) Impacto en la seguridad jurídica y en la credibilidad del Mercado. Su importancia para el sistema financiero.

Tal como se ha expuesto anteriormente, la seguridad y credibilidad del sistema financiero en general y de los mercados en particular, resultan fundamentales para el desarrollo de la economía de un país con miras a colocar en forma eficiente los excedentes de ahorro hacia aquellos que necesitan financiación. Así el sistema tiende a ser un ámbito seguro, regido por normas y regulaciones, generando un espacio estable en el que todas las partes operen

con la seguridad que ese sistema les provee. Más aún cuando se trata de contratos celebrados en mercados institucionalizados en donde el riesgo de contraparte tiende a cero.

El objetivo de los mercados financieros es desarrollarse y para ello necesitan contar con gran liquidez, estabilidad, solvencia y transparencia. Solo así pueden generar la confianza que el público inversor necesita y de este modo disminuir los costos de las operaciones generando la eficiente asignación de recursos disponibles.

Cuando en un mercado la transparencia y la seguridad se ven afectados, ello tiene como consecuencia un debilitamiento del sistema financiero en general lo que podría generar un movimiento de los inversores hacia mercados que les brinden mayor seguridad.

En el caso ROFEX, no solo se modificaron las condiciones de los contratos de dólar futuro, sino que además se permitió que se gestara y mantuviera por varios meses la situación que luego tuvo por resultado la declaración de emergencia. Ello fue posible gracias a la toma de malas decisiones y un mal uso de facultades por parte del Mercado, el BCRA y la CNV, afectando de este modo, la seguridad jurídica, lo que podría provocar distorsiones en las decisiones de ahorro e inversión, perturbando la percepción del riesgo de contraparte cero que existe en un mercado institucionalizado.

En nuestro país existe un marco normativo y regulatorio que protege a los inversores, al mercado de derivados y al sistema financiero en sí mismo (ver punto 2.2.3.2.1 “Marco legal y regulatorio” de este trabajo) a efectos de otorgar seguridad jurídica a las operaciones que allí se concreten. En función de esto, nuestra normativa protege la libre formación de los precios, sancionando su manipulación y la falta de transparencia en los mercados, toda vez que es el acceso igualitario y libre a un mercado lo que lo convierte en líquido, seguro, estable y atractivo para los inversores.

La ley de Mercado de Capitales N° 26.831 establece en su art. 39 que “Los sistemas de negociación de valores negociables bajo el régimen de oferta pública que se realicen en los mercados deben garantizar la plena vigencia de los principios de protección del inversor, equidad, eficiencia, transparencia, no fragmentación y reducción del riesgo sistémico. Los mercados establecerán las respectivas reglamentaciones, las que deberán ser aprobadas por la Comisión Nacional de Valores”. En su capítulo quinto establece el “Régimen de Transparencia” al que deben ajustarse, entre otros, “los agentes de negociación autorizados para actuar en el ámbito de la oferta pública, acerca de todo hecho o situación no habitual que por su importancia sea apto para afectar el desenvolvimiento de sus negocios, su responsabilidad o sus decisiones sobre inversiones”. Así la norma fija un régimen de publicidad de la información[33] y de conductas que todos los sujetos alcanzados deben cumplir bajo apercibimiento de ser sancionados por las acciones u omisiones que la propia norma formula como contrarias al régimen de transparencia.[34] En este sentido, el art. 117 inc. b) encuadra dentro de este tipo de conductas la manipulación y el engaño, considerando que “Los emisores, agentes registrados, inversores o cualquier otro interviniente o participante en los mercados autorizados, deberán abstenerse de realizar, por sí o por interpósita persona, en ofertas iniciales o mercados secundarios, prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda. Asimismo, dichas personas deberán abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, en relación con la compra o venta de cualquier valor negociable en la oferta pública, ya sea mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos

esenciales o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado”.

El art. 39 del Decreto 1023/13 establece que los sistemas de negociación a los que refiere el art. 39 de la Ley 26.831 deben ser puestos a consideración de la CNV para su previa autorización, indicando además que estos sistemas “deben contar con una funcionalidad que permita que el público inversor acceda en forma directa remitiendo sus órdenes, previa acreditación de los recaudos de seguridad correspondientes, que fijará la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES”.

La CNV a través de sus normas ajusta al marco normativo expuesto, los procedimientos y las conductas a observar por todos los participantes de los mercados estableciendo un régimen de sanciones para quienes lo incumplan. El Mercado a su vez cuenta con su propio código de conducta que se ajusta a lo dispuesto por el marco regulatorio. Así, el ROFEX en su reglamento de ética establece la obligación de todos los participantes de observar las normas dictadas por la CNV y por el propio Mercado[35] y el deber de actuar con la lealtad y diligencia de un buen hombre de negocios, absteniéndose de concertar operaciones que no sean reales[36], siendo el Mercado el responsable de la supervisión y vigilancia respecto del cumplimiento del reglamento y del marco legal aplicable[37].

Por su parte y en lo que al BCRA compete, éste cumple un rol de policía respecto del mercado financiero. En este sentido, la Carta Orgánica del BCRA dispone en su art. 4° es función de este organismo “regular el funcionamiento del sistema financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y las normas que, en su consecuencia, se dicten”; “actuar como agente financiero del Estado nacional y depositario y agente del país ante las instituciones monetarias, bancarias y financieras internacionales a las cuales la Nación haya adherido, así como desempeñar un papel activo en la integración y cooperación internacional”; “Regular, en la medida de sus facultades, los sistemas de pago, las cámaras liquidadoras y compensadoras, las remesadoras de fondos y las empresas transportadoras de caudales, así como toda otra actividad que guarde relación con la actividad financiera y cambiaria” y “contribuir al buen funcionamiento del mercado de capitales”[38], entre otras.

En el caso ROFEX el sistema normativo descrito, que otorga el marco de transparencia, protección, igualdad, seguridad y libertad para que un mercado opere en forma sana y confiable, ha sido vulnerado en detrimento de los derechos de los inversores al permitir que se negociaran contratos de dólar futuro a un precio inferior al de mercado cuando todos los involucrados poseían facultades suficientes, cada uno desde sus propias competencias, para detener la situación que terminaría por afectar la confianza en el Mercado y tal vez en el sistema financiero todo.

Ello sin lugar a dudas es un gran generador de incertidumbre, y derriba la seguridad jurídica que las barreras normativas habían creado.

IV. Análisis del Caso ROFEX [\[arriba\]](#)

4.1) Rol y participación de: BCRA, ROFEX, CNV y Argentina Clearing S.A.

En el caso ROFEX han participado, en diferentes grados y en la medida de sus competencias, los siguientes actores: BCRA, CNV, ROFEX, Argentina Clearing S.A. y los inversores que tenían posiciones de dólar futuro abiertas al 14 de diciembre de 2015 con vencimiento hasta Junio de 2016, cuya fecha de concertación fuera posterior al 29 de Septiembre de 2015.

Respecto del BCRA cabe recordar que la función principal de este organismo reside en mantener el valor de la moneda argentina aplicando todas las medidas necesarias

tendientes a regular la cantidad de dinero circulante en función de la actividad económica del país y administrar las reservas en moneda extranjera utilizando como instrumento la emisión monetaria para mantener la inflación en ciertos niveles deseables para el progreso de la Nación. Estas políticas monetarias tienen un impacto directo en el mercado de crédito, a través de la suba o baja de la tasa de interés. De lo expuesto se desprende que las actuaciones de este organismo tienen una vinculación directa tanto con el mercado de dinero como con el de crédito[39].

En los últimos años el BRCA ha comenzado a participar activamente en el desarrollo de los mercados de derivados dictando una serie de medidas tendientes a fomentar la liquidez e incrementar el volumen de operaciones. Sin embargo, esta no ha sido la única forma de intervención en el mercado de derivados, sino que ha comenzado a ocupar el rol de hacedor de mercado o “market maker”. La función del market maker consiste en generar mercado, así se convierte en comprador de un activo que algún vendedor desea vender y no encuentra contraparte, o a la inversa, se convierte en vendedor de un activo que varios compradores desean adquirir pero no encontraban vendedor. En caso ROFEX, y ante la existencia del “cepo” cambiario, había un gran mercado de compradores de dólares que no encontraban contraparte en el mercado spot. Por esta razón se volcaban a los mercados de futuros en los cuales celebraban contratos que le permitían asegurarse un valor preestablecido del activo subyacente a futuro y por un precio muy por debajo del valor de mercado. Podían asimismo celebrar esos contratos a ese valor irrisorio y venderlos ese mismo día en el mercado de Nueva York al valor de mercado generando una ganancia exorbitante en forma instantánea.

Lo relevante de la participación del BCRA en el caso ROFEX está dado por la venta de dólar futuro a precios por debajo del valor del activo en otros mercados al momento de la celebración de los Contratos, manipulando de este modo el precio del activo subyacente, lo cual está expresamente vedado por la Ley de Mercado de Capitales, por el régimen de transparencia, y por la Carta Orgánica del Banco Central[40], incumpliendo una de las principales funciones de ese organismo que consiste en preservar el valor de la moneda y manejar políticas monetarias a fin de colocar la inflación en un nivel apropiado para el crecimiento del país en un momento determinado.

Cabe destacar que al momento de ofrecer en el mercado esa cobertura vendedora, era de público conocimiento que el valor de otros activos comparables e incluso el valor del dólar en mercados internacionales eran superiores al que ofrecía el BCRA. En este sentido resultaba absurda la búsqueda de una protección contra un descenso del valor del dólar, que difícilmente pudiera suceder. De ello se desprende que el BCRA no buscaba cubrirse de una baja del valor de la divisa sino que la finalidad debía ser otra. Sin embargo y dado que estas operaciones se llevaron a cabo en un contexto político de elecciones presidenciales, y atento a que los dos candidatos con mayores posibilidades de victoria detentaban políticas opuestas en relación al valor de esta divisa, hay quienes sostienen que en caso de que el candidato que finalmente resultó vencido hubiera resultado victorioso, el valor del dólar podría haber continuado en los valores en que se encontraba los últimos meses de 2015, es decir, entre nueve (9) y diez (10) pesos, y como consecuencia de ello, estos Contratos continuarían generando una ganancia para la parte vendedora. Lo cierto es que esto no sucedió y finalmente el valor del dólar alcanzó el valor al que cotizaba en el resto de los mercados significando pérdidas para el BCRA que se ponderaban antes de la declaración de emergencia en quince mil millones de pesos (\$15.000.000.000) a un tipo de cambio de doce (12) pesos; de treinta mil millones de pesos (\$30.000.000.000) a un tipo de cambio de

catorce (14) pesos y de cincuenta y nueve mil millones de pesos (\$59.000.000.000) a un tipo de cambio de dieciséis (16) pesos[41].

Por su parte, la CNV en su carácter de autoridad de aplicación y contralor de la Ley 26.831 tiene el deber de velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores. Es por ello que el art. 19 inc b) de esa Ley le otorga facultades para llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones. A su vez, el art. 142 de ese cuerpo normativo indica que la CNV posee facultades para interrumpir transitoriamente la oferta pública de valores negociables u otros instrumentos financieros u operaciones, cuando se encuentre pendiente la difusión de información relevante o se presenten circunstancias extraordinarias que lo tornen aconsejable y hasta que desaparezcan las causas que determinaron su adopción. Asimismo, la CNV ostenta potestades sancionatorias respecto de los incumplimientos al régimen de transparencia conforme se expuso en el apartado anterior de este trabajo. Sin embargo, esa Comisión nada hizo sino hasta el 30 de octubre de 2015, momento en el cual comenzó a tomar una serie de medidas insuficientes para subsanar y/o detener la situación que se estaba gestando respecto de los Contratos, lo que finalmente se materializó con la declaración de emergencia de dudosa procedencia, tal como será expuesto más adelante, medida que terminó por provocar daños a los inversores, que podrían haber sido evitado en caso de haber tomado la CNV medidas oportunas y temporáneas conforme sus facultades se lo permitían.

Respecto del ROFEX, el mercado institucionalizado en el marco del cual se celebraron los Contratos que fueron novados luego de la declaración de emergencia, y de ACSA, la cámara compensadora contraparte de estos Contratos, es necesario destacar que tanto el Título IX, Capítulos I y II del Reglamento Interno de ROFEX y del Reglamento Interno de Argentina Clearing S.A. otorgan amplias facultades al Mercado no sólo para declarar medidas de emergencia sino para la toma de medidas preventivas a efectos de evitarla o minimizarla.

A pesar de no poder desconocer el precio al cual se estaban negociando los Contratos y de la ampliación de las posiciones por parte del BCRA, el ROFEX y ACSA, decidieron aguardar hasta el mes de noviembre de 2015 para tomar la primera de sus decisiones tendiente a suspender la negociación de estos Contratos a fin de que no se agravara aún más la situación irregular. Finalmente declararon la emergencia basada en fundamentos poco claros y carentes de sustento legal, tal como será analizado más adelante en este trabajo.

Sin embargo, al igual que el BRCA y la CNV, el ROFEX y su Cámara Compensadora otorgaron el tiempo suficiente para que la situación respecto de los Contratos se profundizara lo suficiente para generar un daño irreversible.

Por último se encuentran los inversores cuya participación en el Caso ROFEX se limitó a la adquisición de los Contratos.

Cabe destacar que sus operaciones fueron llevadas a cabo en un marco de legalidad, adquiriendo contratos de dólar futuro que el Mercado ofrecía en su institución, los cuales se perfeccionaron de acuerdo disposiciones regulatorias vigentes. Tal como fue expuesto anteriormente, por tratarse de contratos que se negocian en un marco institucionalizado, los compradores no poseían facultades para determinar sus condiciones. Adicionalmente, la posición compradora influye en el precio de los contratos en un mercado sano regido por la oferta y la demanda, pero cuando el vendedor ofrece un activo a un precio tan atractivo como el de los Contratos, el comprador se remite básicamente a comprar o no comprar. Sin

embargo, siendo que la gran mayoría de las personas que adquirieron estos Contratos fueron inversores calificados con amplio conocimiento en la negociación de contratos derivados, difícilmente pueda sostenerse que se encontraban ajenos a la situación que se verificaba en torno a los Contratos y que desconocían que el precio de venta era menor al valor de otros activos comparables. Sin embargo no es posible determinar las razones por las que cada inversor decidió comprar estos Contratos y resultaría imprudente hablar de una especulación respecto de una futura devaluación a sabiendas de que se colocaría al BCRA en una situación patrimonial altamente dificultosa. Más allá de esto, no existió por parte de los inversores una conducta llevada a cabo en violación al sistema normativo susceptible de configurar un acto jurídicamente reprochable.

4.2) Declaración de emergencia.

Tal como fue adelantado en la introducción del presente trabajo, las Comunicaciones declararon la emergencia con relación a las posiciones abiertas a esa fecha con vencimiento hasta Junio de 2016, cuya concertación hubiera sido posterior al 29 de Septiembre de 2015. Como resultado de la aplicación de lo dispuesto en las Comunicaciones, se produjo la novación de los Contratos mediante una corrección de precios ejecutada a través de la cancelación de los Contratos existentes y su consecuente novación con un precio diferente al originalmente pactado. Se dispuso además que estas correcciones fueran realizadas mediante la registración de una operación de venta al precio original de la operación y la simultánea compra al precio original más el importe adicionado a cada operación (\$1,25 o \$1,75).

Para lograr una cabal comprensión de la procedencia de la emergencia resulta necesario determinar si el Mercado y ACSA poseían facultades suficientes para declararla y llevar a cabo la corrección de precios realizada.

4.2.1) Facultades del Mercado para la declaración de emergencia

Dentro de las amplias facultades que les otorgan tanto al Mercado como a la Cámara Compensadora sus respectivos reglamentos internos en sus Títulos IX, Capítulos I y II, se encuentra incluida la de declarar la existencia de una situación de emergencia, fundada en hechos fortuitos o de fuerza mayor, o en circunstancias que afecten o que pudieren afectar la negociación ordinaria de los productos y el desenvolvimiento normal de la rueda, o pusieran en peligro la integridad de los participantes o la liquidez y la adecuada formación de precios. Una vez declarada la emergencia, estas instituciones poseen facultades para dictar una serie de medidas tales como:

- ordenar el cierre o el traspaso, total o parcial, de Operaciones y/o Contratos abiertos.
- determinar el mecanismo para establecer un precio de ajuste diario y/o final.

En este sentido, el art. 4° del Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense establece en favor del mercado y en cabeza del Directorio, la Gerencia o el Comité del Contrato la facultad de declarar la emergencia y tomar las resoluciones que consideren apropiadas, en caso de estimar que el cálculo del precio final de ajuste de cualquier mes-contrato de futuros o el ejercicio de algún contrato de opciones, su asignación o cualquier precondition o requerimiento de cualquiera de estos podría ser afectado por hechos o resoluciones del gobierno, de la autoridad de supervisión o de otros organismos por casos extraordinarios, fortuitos o de fuerza mayor.

Cabe destacar además que los inversores, al celebrar contratos dentro de este Mercado institucionalizado, aceptan ajustarse a su normativa y disposiciones, conforme surge de las

obligaciones emanadas del art.2.2.1 del Título II, Cap. II “Deberes de los participantes” del Reglamento Interno del ROFEX[42] y del art. 6.1.2 del Cap. I Título VI del mismo reglamento[43].

Es necesario aclarar que si bien el Reglamento de Contrato de Futuros y Opciones no indica cuáles son las resoluciones que el Mercado puede tomar ante una emergencia [la cual debe surgir de hechos o resoluciones del gobierno u organismos competentes por casos extraordinarios, fortuitos, o de fuerza mayor], al realizar una lectura integral de los reglamentos aplicables a estos Contratos, estas resoluciones parecen encontrar un límite en el Reglamento Interno que identifica las medidas que pueden ser ejecutadas ante una declaración de emergencia.

Por su parte, ante una declaración de emergencia de un mercado adherido, ACSA posee facultades para “imponer, simultánea o sucesivamente, una o varias de las siguientes medidas: 9.2.1.1) Exigir márgenes adicionales a los Participantes, en general o a alguna clase de Participante en particular. Sin perjuicio del derecho de aumentar los requisitos de cada Participación en particular; 9.2.1.2) Establecer, en coordinación con los Mercados adheridos, los límites máximos a las Posiciones Abiertas en Contratos inferiores a los establecidos en los términos y condiciones de los Contratos respectivos, previamente en aplicación de esta medida; 9.2.1.3) Imponer, en coordinación con el o los Mercados adheridos, las restricciones a la operación que crea necesaria”[44].

Sin introducirse aún en el análisis de la declaración de emergencia a efectos de determinar si estaban dados los presupuestos necesarios para su procedencia, resulta a priori que el ROFEX y ACSA poseían facultades suficientes para efectuar modificaciones en los precios mediante la determinación de un mecanismo para establecer un precio de ajuste diario y/o precio final o de cierre diferente al pactado, sin que los inversores pudieran oponerse a esto y/o solicitar reparación de daño alguno, toda vez que se trataba de un riesgo asumido al celebrar el contrato en un mercado cuyas normas facultaban a la institución en este sentido.

Sin embargo, aquí surge el primer apartamiento normativo, dado que determinar un mecanismo para establecer un precio de ajuste o de cierre, no es igual a establecer un valor determinado y fijo de los montos a liquidar. En este sentido, la medida adoptada resulta contraria a los Reglamentos y por ende se configura una extralimitación de facultades por parte del Mercado y su Cámara Compensadora.

4.2.2) Presupuestos necesarios para la declaración de emergencia. Fundamentos de ROFEX y Argentina Clearing S.A.. Participación del Mercado generación de la emergencia.

Continuando con el análisis, y a efectos de determinar si la declaración de la emergencia fue resultado del uso de las facultades propias del Mercado o si se trató de un liso y llano incumplimiento de contrato encubierto bajo la apariencia de emergencia, resulta necesario analizar los presupuestos de procedencia de la declaración de tal emergencia. Para ello es menester observar los fundamentos esgrimidos por el ROFEX y por Argentina Clearing S.A. para finalmente decidir su declaración en contraste con el concepto de emergencia y los supuestos de procedencia dispuestos en los Reglamentos.

Tal como se expuso anteriormente, el Reglamento Interno del ROFEX, en el Cap.II del Título X, establece como presupuestos necesarios para la declaración de emergencia la verificación de “hechos fortuitos o de fuerza mayor, circunstancias que afecten o que pudieren afectar la negociación ordinaria de los Productos y el desenvolvimiento normal de

la Rueda, o pusieran en peligro la integridad de los Participantes ó la liquidez y la adecuada formación de precios”.

De este párrafo se desprende que las circunstancias que hacen procedente una declaración de emergencia son aquellas que a raíz de un hecho inesperado o ante una fuerza irresistible o ante circunstancias que pudieren afectar la negociación de los productos o el desenvolvimiento del mercado ponen en peligro grave su normal funcionamiento.

Por su parte, el art. 4° del Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense tiene por objeto prever situaciones de emergencias relacionadas al cálculo del precio final de ajuste de cualquier mes-contrato y/o en razón de una afectación al contrato por parte del Estado.

En concreto, prevé la hipótesis de que el BCRA dejase de publicar las cotizaciones del tipo de cambio compra y venta del dólar estadounidense, conforme lo establece la Comunicación “A” 3500 del BCRA, y/o que los contratos fuesen afectados por algún acto del gobierno y/o de la autoridad de contralor, lo que en Caso ROFEX no se verificó.

Lo que aquí se pretende es desentrañar si verdaderamente existió una emergencia que pudiera considerarse amparada bajo el Reglamento Interno del ROFEX y su Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense o si se utilizó esta herramienta para encubrir un incumplimiento de la Cámara Compensadora, generado como consecuencia de un incumplimiento del BCRA en su calidad de vendedor de los Contratos.

Los fundamentos esgrimidos por ROFEX y ACSA para la adopción de la medida de emergencia, fueron volcados en el Acta de Directorio N° 10 correspondiente al Ejercicio 107 del día 14 de diciembre de 2015.

En líneas generales, los argumentos utilizados para declarar la emergencia fueron los siguientes:

- 1) El aumento del límite global para operar en los mercados de futuros de dólar efectuado por el BCRA, del que según indicaran los Directores, habían tomado conocimiento el día anterior a la celebración de la reunión de Directorio.
- 2) La intención del Mercado de lograr la reapertura y normal negociación de los Futuros de Dólar.
- 3) La falta de concordancia entre los precios a los que se negociaban los Contratos respecto de los precios otros activos comprables como los títulos “dollar linked”.

Con base en estos tres argumentos, los Directorios de ROFEX y ACSA consideraron que estaban dadas las condiciones necesarias para declarar la emergencia con relación a la operatoria de los Contratos de futuro de dólar.

Para comprender si estos argumentos resultaban ajustados a los presupuestos establecidos en el Reglamento Interno del ROFEX y en el Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense para la procedencia de la declaración, resulta apropiado analizarlos en forma independiente.

Respecto del primer fundamento, el aumento de la cantidad de posiciones abiertas dispuesto por resolución del BCRA no encuadraría dentro de los presupuestos de la declaración de emergencia, ya que si bien los Directorios de ambas instituciones aseguran haber sido anoticiados por primera vez de esta situación el día 13 de diciembre de 2015, no podían desconocer la existencia y los precios de los Contratos que se celebraban en ese

Mercado y que eran garantizados por esa Cámara Compensadora. En efecto, ambas instituciones poseían facultades suficientes para y tenían el deber de suspender la negociación de los Contratos en caso de detectar que a través de ellos se estaba configurando una manipulación del precio del activo subyacente. Cabe mencionar que es el propio Mercado el responsable de supervisar las operaciones que se llevan a cabo en su institución y tiene el deber de informar a la CNV cuando cualquier participante se aparte del marco legal y regulatorio[45]. Corresponde asimismo destacar que ACSA dispuso, mediante sucesivas comunicaciones, límites a las posiciones abiertas, excluyendo al BCRA de los alcances de estas disposiciones en todas ocasiones, permitiéndole de este modo operar sin límite alguno excepto aquél que el mismo BCRA se colocara. Por otra parte, en el Acta de Directorio cuyos fundamentos se encuentran bajo análisis, los Directores de ambas sociedades reconocieron la existencia de una discordancia entre los precios a los que se negociaban los Contratos de dólar futuro y los precios de otros activos comparables, efectuando así una declaración expresa respecto de su conocimiento de la situación irregular bajo la cual estos Contratos estaban operando. De lo expuesto puede fácilmente deducirse que existió una participación directa del Mercado y de su Cámara Compensadora en la génesis de la situación irregular que finalmente derivó en una declaración de emergencia, por omisión y por acción. En el primer caso la omisión se vió configurada por no haber dado cabal y oportuno cumplimiento a sus deberes de vigilancia y de poner en conocimiento a la autoridad de aplicación, así como no haber tomado medidas de prevención tales como la oportuna suspensión de las negociaciones u ordenar el cierre de las posiciones abiertas a un precio que consideraban muy por debajo del precio de mercado y carente de correlación con los precios de otros activos comparables. En el segundo caso, la participación por acción se vislumbra a raíz de la propia declaración de emergencia, declarada en forma abusiva, al no estar dados los presupuestos necesarios de procedencia, y por la toma de medidas como la determinación de un precio fijo, extralimitándose en sus facultades.

El segundo argumento versó sobre la necesidad de la reapertura de las negociaciones que se encontraban suspendidas. Respecto a este punto cabe decir que la interrupción por decisión de la CNV de la apertura de nuevas posiciones, no resultaba suficiente para ser considerada generadora de la emergencia. Si bien fue un hecho imprevisto para el mercado e irresistible por tratarse de una decisión de la autoridad regulatoria, no tenía aptitud para modificar las condiciones de los Contratos a ese momento. De hecho, el BCRA no podía continuar vendiendo contratos pero sí podía llevar a cabo operaciones del signo opuesto en miras a cancelar sus posiciones abiertas y de este modo mitigar el impacto que el cumplimiento de los Contratos en condiciones pactadas originalmente iba a generar. Asimismo cabe tener presente que la suspensión dispuesta por la CNV fue consecuencia de una situación ya enraizada respecto de los Contratos. La necesidad de suspensión derivó de la intención de no agravar aún más un problema que ya se encontraba presente, pero ciertamente no fue esta suspensión capaz de convertirse en un hecho generador de la emergencia.

Por último los Directores mencionaron como argumento de la emergencia, la disparidad entre el valor de los Contratos con otros activos comprables como los títulos “dollar linked”. Aquí cabe destacar que los títulos “dollar linked” y los contratos de futuros de dólar son diferentes. Los primeros son bonos que se adquieren y liquidan en moneda local, que permiten al inversor obtener un flujo de fondos periódico en pesos (cupón) vinculado a la evolución del tipo de cambio, y cubrirse contra fluctuaciones cambiarias, toda vez que al vencimiento dispondrá de una cantidad de pesos suficiente para adquirir los dólares en el mercado oficial de cambios. Los segundos son contratos estandarizados con un precio del activo subyacente determinado, cuya liquidación, en caso de pactarse que sea realizada por

diferencias, se efectúa diariamente según el procedimiento establecido en el Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense[46]. Al adquirir títulos “dollar linked”, a diferencia de los contratos de futuros de dólar, el inversor debe abonar el precio en su totalidad. Si bien se trata de dos activos distintos, lo cierto es que en un mercado sano, ambos deberían reflejar un tipo de cambio implícito similar. Sin embargo, sus precios en el

Mercado no son comparables.

En función de lo hasta aquí expuesto, la emergencia declarada por ROFEX y ACSA, resulta a todas luces abusiva[47] y arbitraria, basada en fundamentos carentes de todo sustento fáctico o legal, no ajustada a los presupuestos de procedencia establecidos en el Reglamento Interno del Mercado y en el Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense configurando de este modo una decisión tomada en clara extralimitación de facultades por parte de las autoridades del Mercado y de la Cámara Compensadora.

Ahora bien, si los fundamentos esgrimidos por estas instituciones para declarar la emergencia no eran suficientes para su procedencia, surgen los siguientes interrogantes: i) cual fue la razón por la cual estas sociedades consideraron necesaria una declaración de emergencia y la consecuente corrección de los precios a un valor determinado, distinto al pactado originalmente; ii) cuáles fueron las razones objetivas por las cuales decidieron que algunos contratos quedaran alcanzados bajo las disposiciones de las Comunicaciones, excluyendo a otros y iii) por qué la corrección de precios se realizó a un valor equiparable al precio del “dollar linked” adicionando \$1.25 y \$1.75 al valor original y no a otro valor que fuera resultado de la aplicación del mecanismo que el Mercado tenía facultades de establecer. Ninguno de estos planteos puede responderse con la información que surge de las Comunicaciones emitidas por ROFEX y ACSA ni a través de los fundamentos esgrimidos en el acta de Directorio mencionada anteriormente.

4.2.3) La introducción del concepto de “riesgo sistémico”.

Un aspecto relevante del Acta de Directorio N° 10 de ROFEX y Argentina Clearing S.A., es que se introduce el concepto de “riesgo sistémico” al indicar que las autoridades del BCRA “manifiestan que es correcto entender que existe situación de emergencia que afecta de manera sistémica al mercado.” Ante la creencia de la existencia de un riesgo de tal magnitud, resultaba absolutamente necesaria la toma de medidas urgentes a efectos de minimizar los efectos de la supuesta situación de emergencia. Frente a ello, ROFEX y ACSA luego de mantener reuniones con el BCRA, consideraron que la forma idónea y legal de implementar las medidas que resultarían necesarias era a través del procedimiento de emergencia previsto en sus Reglamentos, lo cual ciertamente no era correcto.

Sin embargo, ninguno de los participantes de las reuniones mantenidas entre ROFEX, ACSA y el BCRA, tuvieron en cuenta una herramienta legal que resultaba ser la única idónea para llevar a cabo las medidas que la supuesta situación de emergencia requería. Así, de haber existido efectivamente una situación de riesgo sistémico de mercado, el BCRA, en cumplimiento de lo dispuesto en el art. 26 de su Carta Orgánica[48], debió haber puesto en conocimiento esta situación irregular al actual Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas dependiente del Poder Ejecutivo Nacional, el cual a su vez podía proceder declarar la emergencia en el marco de las facultades delegadas por el Congreso mediante la Ley N° 25.561, que declaró la emergencia económica, administrativa, financiera y cambiaria, autorizó a ese Poder a disponer el reordenamiento del sistema financiero, entre otras

facultades[49]. A pesar de ello, la declaración de emergencia tuvo lugar mediante el dictado de las Comunicaciones emitidas por ROFEX y ACSA, sin haber participado en el plano formal ni el BCRA ni el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

Sin perjuicio de lo expuesto, también se debe destacar que no existía en el país una situación de emergencia económica y/o de riesgo sistémico.

El mejor ejemplo de ello radica en que en el Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) y el Mercado a Término de Buenos Aires S.A. (MATBA) también se operaban posiciones de contratos de dólar futuro sin que se haya realizado ninguna corrección en el precio originario, ni novación alguna sin el consentimiento de una de las partes del contrato.

4.2.4) Interesantes conceptos del antecedente jurisprudencial “Johnson & Johnson de Argentina SACEI c/Deutsche Bank s.a. s/cumplimiento de contrato”

El fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación de fecha 24 de mayo de 2011 recaído en autos “Johnson & Johnson de Argentina S.A.C.E.I c/ Deutsche Bank S.A. s/cumplimiento de contrato”[50] brindó interesantes conceptos respecto de la emergencia y la naturaleza de los contratos de futuros. Antes de exponer el aspecto conceptual, se introducirán resumidamente los hechos del caso. A efectos de este apartado del trabajo, se hará referencia a la causa indicada anteriormente como el “Caso Johnson & Johnson”.

La empresa Johnson & Johnson de Argentina celebró con Deutsche Bank tres contratos de compraventa de moneda extranjera a término, dos de ellos asumiendo posición compradora y en uno de ellos, vendedora, todos bajo la modalidad de liquidación por diferencias. Antes de que estos contratos vencieran, entró en vigencia la normativa de emergencia compuesta por la ley 25.561, el decreto 214/2002, el decreto 410/2002 y el decreto 992/2002. A través de esta normativa se dispuso la conversión a pesos de todas las obligaciones expresadas en moneda extranjera. Luego, por medio del Decreto 410/2002 comenzaron a establecerse ciertas excepciones dentro de las cuales se encontraban los contratos de futuros y opciones que de este modo no quedaban alcanzados por la pesificación. Posteriormente, a través del Decreto 992/2002, se dispuso la pesificación de aquellos contratos de futuros y opciones concertados bajo la legislación argentina con anterioridad al 5 de enero de 2002 en los que al menos una de las partes fuera una entidad financiera. Estos contratos debían convertirse a pesos a razón de \$1,40 por cada Dólar Estadounidense o su equivalente en otra moneda extranjera. En función de ello, el Deutsche Bank liquidó con estos valores los contratos de Johnson & Johnson. Frente a esto, esa empresa inició una acción judicial a los fines de que se declare la inconstitucionalidad del Decreto 992/2002 y se le entregue la cantidad de moneda extranjera adquirida a través de sus contratos. El juez de primera instancia hizo lugar a la pretensión de la empresa, mientras que la Cámara revocó tal decisión. Contra esa sentencia se dedujo recurso extraordinario federal a través del cual la Corte Suprema revocó la decisión de la Cámara por considerar inconstitucional el Decreto 992/2002.

En este decisorio, la Corte dijo que el Decreto 992/2002 “es inconstitucional, pues altera la esencia misma de los contratos de compraventa de moneda extranjera a término-fowards- y produce en el caso una sustancial e injustificada afectación del derecho de propiedad de la actora...”

Respecto de los contratos en cuestión indicó que “los contratos a término o forward-que integran el género de contratos derivados- son convenios bilaterales y onerosos por los cuales una de las partes se obliga a comprar y la otra a vender un determinado bien en una fecha futura y a un precio establecido desde el comienzo. Su carácter aleatorio, connota que las ventajas y pérdidas para ambas contratantes o para una de ellas dependen de un

acontecimiento incierto”; y continuó diciendo que “la contratación tiene como finalidad la distribución del riesgo inherente a la evolución de una determinada variable subyacente, en el caso el valor de la moneda extranjera, lo que se traduce en que una de las partes asume el riesgo a cambio del cobro de un precio (prima) o, a la inversa, una de las partes paga un precio por trasladar ese riesgo a la contraparte”. En este sentido la Corte entendió que “la principal finalidad de estos contratos consiste precisamente en la traslación del riesgo de la variación del valor de la moneda...”.

La Corte reconoció en este fallo el valor del derecho de propiedad del inversor y la finalidad que éste tuvo en miras al celebrar estos contratos. Sin embargo ese derecho encuentra un límite en el interés público, no se trata de un derecho absoluto y debe ser ejercido en el marco de las leyes que lo reglamenta, pero “ello se encuentra supeditado a que éstas [las leyes] sean razonables, lo que implica que deben satisfacer un fin público, responder a circunstancias justificantes, guardar proporcionalidad entre el medio empleado y el fin perseguido y carecer de inequidad manifiesta”.

En el Caso particular, las partes, tanto compradora como vendedora, eran dos entidades privadas y la Corte consideró que lo dispuesto por el Decreto que se tachó de inconstitucional sólo beneficiaba a una de ellas en perjuicio de la otra, sin vislumbrarse interés público alguno afectado, resultando violatorio del derecho de propiedad de la actora.

En el dictamen del Procurador General de la Nación Dr. Esteban Righi de fecha 21 de octubre de 2008 dictado en el marco del Caso Johnson & Johnson, se reconoció que la imposibilidad de las entidades financieras de responder a las obligaciones exigibles trascendía su particular situación para adquirir dimensión de crisis sistémica, lo que presupondría un análisis integral cuya indagación conduciría a ponderar la política económica del Gobierno Nacional que no le compete al Poder Judicial revisar.

Este precedente judicial asentó la idea de que los contratos de futuros son aleatorios y por lo tanto supeditados a un acontecimiento incierto, cuya principal finalidad consiste en la traslación del riesgo de la variación del valor de un determinado activo subyacente. Ambas partes tienen derecho a que las operaciones se liquiden de acuerdo a las pautas estipuladas contractualmente, sin embargo sus derechos encuentran límite en el interés público, el cual podría considerarse afectado sólo ante una verdadera crisis sistémica y no ante una simple imposibilidad de una parte de cumplir.

Retomando el análisis del Caso ROFEX a la luz de este antecedente jurisprudencial, cabe destacar que en la denuncia penal entablada por los Diputados Mario Negri y Federico Pinedo ante el Juzgado Nacional en lo Criminal y Correccional Federal de CABA N° 11 contra el ex presidente del BCRA, los denunciantes indicaron la existencia de un pasivo contingente muy significativo para el banco dado que su exposición en moneda extranjera ascendía a unos 24.000 millones de dólares de los cuales unos 15.000 millones corresponderían a los compromisos asumidos por la venta de los contratos de dólar futuro en los últimos meses del año 2015, contando con unos 27.000 millones de dólares de reservas. Sin embargo, resultaría determinante establecer si esta situación patrimonial podría considerarse como un verdadero riesgo sistémico para el Mercado y si ese riesgo podía ser evitado mediante políticas económicas distintas a las tomadas por las nuevas autoridades del BCRA, análisis que excede el objeto del presente trabajo y sobre lo cual no compete revisión judicial. En caso de obtener una respuesta afirmativa respecto de la existencia de riesgo sistémico, el camino para la corrección de los precios de los Contratos de dólar futuro debió haber sido el

de la vía dispuesta por la normativa de emergencia, más no por una decisión del Mercado y su Cámara Compensadora.

V. Acciones del inversor [\[arriba\]](#)

5.1) Competencia

El inversor cuyo patrimonio se vio afectado por la declaración de emergencia efectuada en forma irregular, arbitraria y abusiva, tiene derecho a presentar su reclamo a los fines de proteger su derecho legalmente reconocido, a través de los mecanismos institucionales existentes[51]. Para establecer la competencia aplicable resulta necesario analizar lo dispuesto por el Art. 46 de la Ley 26.831[52] y en el Reglamento Interno del ROFEX en conjunto. En este sentido, el mencionado artículo dispone que los mercados deben contar con un tribunal arbitral permanente al cual quedarán sometidas, entre otras cuestiones, aquellas que versen sobre contratos celebrados en ese marco institucional. Sin embargo, establece además que los reglamentos de los mercados deben dejar a salvo el derecho de los inversores para optar por llevar su reclamo a la vía judicial.

Por su parte, el Reglamento Interno del ROFEX, en su Título X “Resolución de Conflictos”, Capítulo I “Procedimiento Arbitral” art. 10.1.1 indica que “Toda controversia que pueda suscitarse con motivo del objeto y/o efecto de la aplicación de las Normas Internas, se someterán a arbitraje del Tribunal de Arbitraje General de la Bolsa de Comercio de Rosario u otro tribunal de arbitraje en el cual ROFEX delegue esta función en el futuro”. Del análisis conjunto de ambas disposiciones surge que quien desee entablar un reclamo por una cuestión vinculada a los contratos celebrados en el marco del Mercado, puede optar por la vía arbitral o judicial a su elección.

5.2) Estrategia legal.

5.2.1) Acciones.

En el Caso ROFEX se ha verificado un incumplimiento contractual que ha generado un perjuicio económico cierto y determinado al inversor que había adquirido alguno de los Contratos. Siguiendo lo dispuesto en el artículo 959 del CCCN los contratos válidamente celebrados, son obligatorios para las partes y su contenido sólo puede ser modificado o extinguido por acuerdo de ellas. En este sentido, el art. 934 del mismo cuerpo normativo dispone que la voluntad de novar es requisito esencial de la novación. Tal como fue expuesto anteriormente, en el Caso ROFEX la novación se dio de manera unilateral, sin tener en cuenta la voluntad de la contraparte incumpliendo lo establecido en los artículos mencionados. Asimismo, se ha visto vulnerado el derecho de propiedad del inversor damnificado, protegido en la Constitución Nacional, toda vez que tal como indica el art. 965 del CCCN, “los derechos resultantes de los contratos integran el derecho de propiedad del contratante”. Cabe aquí destacar que “el hecho de que al momento de concertarse la operación las partes no conozcan de antemano cuál será deudora o acreedora, de ninguna manera puede implicar que dichas partes no cuenten con el derecho adquirido de exigir que se respete lo pactado contractualmente, y que las operaciones se liquiden de acuerdo a las pautas estipuladas en dicho acuerdo y teniendo en consideración el tipo de cambio real de la moneda y no uno ficticio y fijado arbitrariamente.

La aleatoriedad no le quita validez al contrato ni vuelve más precario el derecho de las partes a exigir su cumplimiento, por lo que una vez acaecido el hecho incierto pactado, el crédito de una de las partes contra su deudor se torna plenamente exigible en los términos acordados convencionalmente, y aun antes de este momento las partes cuentan con el

derecho adquirido a que se respeten los términos y condiciones que estipularon originariamente”[53].

Al haberse llevado a cabo una novación unilateral, avasallando los derechos de los inversores, ciertamente en el Caso ROFEX se verificó un comportamiento de mala fé por parte del Mercado y su Cámara Compensadora, contrario a lo dispuesto en el art. 961 del CCCN[54], vulnerando la confianza resguardada en el art. 1067[55] de ese Código y violando el deber de prevención del daño establecido en el art. 1710[56], al haber colaborado con la generación de la situación dañosa, absteniéndose de tomar a tiempo medidas tendientes a evitarla o minimizarla. Es por ello que resulta procedente el deber de reparar previsto en el art. 1716 CCCN[57].

Para valorar la conducta de las partes que provocaron el daño, el juez tendrá en cuenta que estos Contratos suponen una especial confianza del inversor en el Mercado y en su Cámara Compensadora, así y en función de los preceptos del art. 1725 del CCCN[58] deberá justipreciar que “cuanto mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor es la diligencia exigible al agente y la valoración de la previsibilidad de las consecuencias.

Cuando existe una confianza especial, se debe tener en cuenta la naturaleza del acto y las condiciones particulares de las partes.

Para valorar la conducta no se toma en cuenta la condición especial, o la facultad intelectual de una persona determinada, a no ser en los contratos que suponen una confianza especial entre las partes. En estos casos, se estima el grado de responsabilidad, por la condición especial del agente”.

Es dable destacar que ni ROFEX ni Argentina Clearing S.A. podrán ver disminuida su responsabilidad mediante la invocación del acaecimiento de un supuesto caso fortuito (que en el Caso ROFEX no se ha configurado por las razones expuestas a lo largo de este trabajo) o una imposibilidad de cumplimiento, ya que aún de haberse verificado, el art. 1733 CCCN[59] indica que ante esta situación, el deudor es igualmente responsable “si el caso fortuito o la imposibilidad de incumplimiento sobrevienen por su culpa” y “si el caso fortuito y, en su caso, la imposibilidad de cumplimiento que de él resulta, constituyen una contingencia propia del riesgo de la cosa o la actividad”.

Este marco legal da lugar a la interposición de una acción de cumplimiento de contrato mediante la cual se solicite el cumplimiento del Contrato en los términos originalmente pactados, abonándose el monto correspondiente a la liquidación original con más sus intereses hasta la fecha de efectivo pago. Asimismo, y para el hipotético e improbable caso que el juez o el tribunal arbitral rechazaran la procedencia de la acción, resulta pertinente solicitar una acción meramente declarativa en los términos del artículo 322 del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación (CPCCN)[60] ya que a través de ella podría obtenerse un reconocimiento del derecho que le asiste al inversor y reclamar posteriormente por vía de una acción de daños y perjuicios la reparación del menoscabo patrimonial.

5.2.2) Solicitud y procedencia de medida cautelar

Conjuntamente con la acción principal indicada en el apartado anterior, y a los fines de evitar que el derecho cuyo reconocimiento se pretende obtener, pierda virtualidad durante el plazo que dure el proceso judicial, resulta esencial solicitar medidas cautelares en los términos previsto en el capítulo III del CPCCN, tales como: i) medidas de no innovar sobre los Contratos, ii) embargo preventivo por la suma que se reclame, con más intereses y

costas, sobre fondos líquidos y/o ejecutables en mercados con cotización pública que sean de titularidad o se encuentren acreditados a nombre de las demandadas; iii) inhibición general de bienes e iv) intervención judicial. Estas medidas serán determinantes para asegurar el resultado del proceso toda vez que el dictado de un pronunciamiento definitivo puede insumir un tiempo considerable durante el cual podrían verse frustrados los derechos de quien peticiona.

La procedencia de estas medidas estarán sujetas a la acreditación por parte del reclamante de la verosimilitud del derecho, el peligro en la demora, y que se entregue contracautela suficiente a criterio del juez, según los requisitos establecidos en los incisos 2, 3 y 4 del artículo 209 del CPCNN[61].

En el Caso ROFEX, la verosimilitud del derecho surge del propio incumplimiento contractual verificado respecto de los Contratos, y del derecho del inversor damnificado a reclamar por la vulneración de los derechos enunciados anteriormente. Sin perjuicio de la claridad con la que surge la verosimilitud del derecho en el caso de marras, la jurisprudencia ha esgrimido que: “Desde la perspectiva de la verosimilitud del derecho se ha reiterado, en esta parcela, que la norma no impone al tribunal la obligación de efectuar un examen jurídico riguroso, cual el necesario para resolver el pleito; es suficiente examinar si el derecho invocado por el peticionario tiene o no apariencia de verdadero sin que ello implique prejuzgamiento.”[62]

En igual sentido, “La verosimilitud del derecho es uno de los requisitos comunes a todas las medidas cautelares. Ello se traduce en la expresión latina “*fumus bonis iuris*” y concierne a la apariencia que presenta el derecho invocado por el pretensor de la medida. Es decir, se halla estrechamente ligado con la fundabilidad y razonabilidad de lo demandado de modo que sea factible apreciar superficialmente la existencia del derecho en discusión...”[63]

Cabe recordar que la “verosimilitud del derecho”, concepto identificado con la expresión latina “*fumus bonis iuris*” (o “humo de buen derecho”) debe entenderse estrictamente como la probabilidad de que el derecho invocado exista, y no como una incontestable realidad que sólo se logrará al agotarse el trámite del proceso. Y que a los fines de acreditar este esencial recaudo, el ordenamiento procesal sólo exige que el derecho del peticionario sea aparentemente verdadero, y no que se acredite la certeza en la existencia de ese derecho, que sólo se obtendrá al dictarse la sentencia definitiva. En concordancia con ello la jurisprudencia en numerosos fallos sostuvo que: Las medidas cautelares se otorgan sobre la mera verosimilitud del derecho que se pretende asegurar, es decir, que obedecen a la necesidad de proteger un derecho que todavía no es “cierto, líquido y consolidado sino tan sólo probable y aún dudoso, un derecho incipiente. Por tanto, la verosimilitud debe entenderse como la probabilidad de que el derecho exista”[64].

Además de la verosimilitud del derecho, es necesario acreditar el peligro en la demora, lo cual resulta altamente relevante para el Caso ROFEX, toda vez que existe un serio riesgo de que una eventual sentencia favorable se torne abstracta e inoficiosa por ser incobrable.

En relación a este requisito, la jurisprudencia sostuvo que: “Se valora especialmente que de las constancias de autos surja el perjuicio inminente o irreparable, ya que cuando se advierte tal situación se declara la procedencia de esta medida”[65]. Y que “Se vincula con la posible frustración de los derechos de las partes que puede darse como consecuencia del dictado de pronunciamientos inoficiosos o de imposible cumplimiento.”[66]

En el caso bajo análisis, el peligro en la demora se verifica en la imposibilidad patrimonial de Argentina Clearing S.A., quien reviste la calidad de contraparte en los Contratos, y de

ROFEX, el Mercado en el cual fueron celebrados, para hacer frente a los potenciales reclamos simétricos que podrían entablarse si todos los inversores que adquirieron Contratos decidieran reclamar las diferencias no percibidas.

Cabe tener presente que el nuevo texto de las normas de CNV requiere que los mercados que utilizan los servicios de una cámara compensadora registrada ante esa Comisión acrediten un patrimonio neto mínimo no inferior a diez millones de pesos (\$ 10.000.000,00). Al 31 de enero de 2016 ROFEX poseía un patrimonio neto de trescientos treinta y nueve millones ochocientos noventa y nueve mil setecientos cuatro con 24/100 (\$ 339.899.704,24)[67]. Por su parte, la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, en su artículo N° 45 y las normas de la CNV, requieren que las cámaras compensadoras acrediten en forma permanente un patrimonio neto mínimo no inferior a veinte millones de pesos (\$ 20.000.000,00). Al 31 de enero de 2016 ACSA poseía un patrimonio neto de doscientos once millones ochocientos cincuenta y cuatro mil seiscientos ochenta y cinco con 33/100 (\$ 211.854.685,33)[68].

Según la denuncia penal entablada por los Diputados Mario Negri y Federico Pinedo, el pasivo contingente por reclamos originados por el Caso ROFEX asciende a la suma de quince mil millones de dólares (USD 15.000.000.000), lo cual representa a un tipo de cambio de quince pesos (\$15), unos doscientos veinticinco mil millones de pesos (\$225.000.000.000), lo cual supera ampliamente los patrimonios netos de ACSA y del Mercado. En virtud de lo expresado resulta claro que el otorgamiento de las medidas cautelares es la única forma de asegurar que una futura sentencia favorable no resulte ineficaz.

Por último, para la procedencia de estas medidas debe cumplimentarse un requisito más, el cual consiste en la entrega por la parte que las solicita, de una contracautela suficiente que puede consistir en una caución juratoria, un seguro de caución o cualquier otra garantía a satisfacción de juez.

De todo lo hasta aquí expuesto surge que se encuentran dados todos y cada uno de los presupuestos necesarios para la procedencia de las medidas cautelares indicadas.

5.3) Medida cautelar contra ROFEX: El caso FreeWay SRL

A través de la información brindada por los medios de comunicación, se ha puesto en conocimiento del público que a partir de la declaración de emergencia y la consecuente novación de los Contratos, han comenzado a entablarse demandas contra el Mercado y su Cámara Compensadora, a efectos de obtener la reparación de los daños y perjuicios por ellos generados. Un caso que ha tenido acogida favorable en el Juzgado en lo Civil y Comercial N° 5 de Rosario fue el que tramita en autos “FreeWay SRL v. ROFEX y Argentina Clearing S.A. s/ medida cautelar” bajo el expediente N° 22/16, en el que se ordenó una medida cautelar correspondiente a un embargo preventivo y obligó a ROFEX y Argentina Clearing S.A. a liquidar los Contratos en los términos pactados originalmente suspendiendo la aplicación de las Comunicaciones. En ese caso, se trató de una sociedad cuyo objeto es el mayoreo de paquetes turísticos que había adquirido los Contratos a efectos de obtener cobertura suficiente para hacer frente a sus obligaciones asumidas en moneda extranjera. Si bien este caso ha sido uno de los primeros en interponerse y lograr un avance favorable, actualmente continúa creciendo el número de demandas de diferentes inversores tendientes a obtener la reparación de los daños sufridos por la novación de sus Contratos.

VI. Conclusiones finales [\[arriba\]](#)

A lo largo de este trabajo se desarrolló el Caso ROFEX, analizando los hechos, sus consecuencias y las acciones que los inversores afectados se encuentran en condiciones de entablar para obtener reparación del daño patrimonial por ellos sufrido.

Sin embargo, y habiendo concluido que la declaración de emergencia fue declarada en forma abusiva, ilegal e infundada, por no haber existido tal emergencia y por no haber sido utilizado el mecanismo adecuado para hacerlo, no ha resultado posible determinar a través del estudio de las Comunicaciones y las decisiones formalmente tomadas en el seno de los Directorios de ROFEX y ACSA, cuáles fueron las verdaderas causas por las que se decidió declarar la emergencia. Para intentar dar respuesta a este interrogante se debe tener en cuenta el contexto político-económico en el que esta medida fue adoptada.

Contemporáneamente con la decisión de declarar la emergencia, estaba sucediendo en el país una devaluación del peso que provocaba un aumento de la diferencia entre la moneda local y valor del dólar de aproximadamente un cuarenta por ciento (40%). Ello ciertamente ampliaba las diferencias liquidables en los Contratos, garantizados por la Cámara Compensadora, vendidos por el BCRA, negociados en ámbito del Mercado. De este modo su cumplimiento se tornaba altamente oneroso para el vendedor (BCRA) y ante su incumplimiento, para Argentina Clearing S.A. quien debería hacer frente al pago de todos los Contratos si el vendedor no lo hacía.

Como es de público conocimiento, la medida de política económica tomada por el nuevo gobierno en torno a la devaluación de la moneda nacional, influyó directamente en la declaración de la emergencia por parte del Mercado y su Cámara Compensadora, teniendo como consecuencia un daño en el patrimonio de los inversores que adquirieron esos Contratos. Esta situación ha sido el disparador de una inestabilidad jurídica abrumadora en el ámbito del Mercado de futuros y configuró un atropello a la normativa aplicable en materia contractual regulada por el Código Civil y Comercial de la Nación. Sin lugar a dudas, esta situación podría poner en jaque la credibilidad y seguridad que los contratos de futuros brindan a los inversores, toda vez que uno de sus objetivos, tal vez el más importante, es cubrirse de la volatilidad del valor del activo subyacente.

En este sentido y atento a los hechos vivenciados en el Caso ROFEX, podría suponerse que ante una devaluación cuya magnitud resultara relevante en el impacto de las liquidaciones diarias de los contratos de futuro sobre dólar, podría declararse una emergencia en el marco del Mercado y así se evitaría el pago de las liquidaciones en los términos pactados originalmente. Si ello sucediera, se desplomaría el Mercado de futuros y perdería sentido realizar operaciones de cobertura.

La situación de emergencia prevista en los reglamentos internos de ROFEX y ACSA tiene por finalidad salvaguardar los contratos y su negociación ante una situación incierta, irresistible, o que pusiera en riesgo el normal desenvolvimiento del Mercado. No pueden entonces el Mercado y su Cámara Compensadora ocultarse tras la emergencia que ellos mismos permitieron y ayudaron a concebir, para cubrir a la parte vendedora ante su imposibilidad de hacer frente a sus obligaciones legal y formalmente contraídas. Si se podía evitar, entonces no era una emergencia.

Tal como se ha expresado anteriormente, si el vendedor, es decir, el BCRA tenía dificultades para cumplir sus obligaciones, ya que de hacerlo pondría en peligro el sistema financiero en general y el Mercado en particular, el medio idóneo para aplicar las medidas de corrección de precios era el mecanismo establecido por la normativa de emergencia compuesta por la ley 25.561, su Decreto Reglamentario y complementarios.

En el Acta de Directorio N° 10 celebrada en forma conjunta entre ROFEX y ACSA el día 14 de diciembre de 2015, sus Directores se limitaron a fundar su decisión en la situación coyuntural de la República y los “eventuales” cambios en la política monetaria de la nueva administración, pero en rigor de verdad en ningún pasaje de ella brindaron argumentos objetivos y sólidos que justificaran la decisión adoptada. La razón de la falta de argumentos válidos estaba dada por la inexistencia de una emergencia económica que les permitiese esgrimir que existían razones para declararla, o una eventual situación de riesgo sistémico de conformidad con lo dispuesto por el art. 141 de la Ley 26.831[69]. Esta situación pudo observarse con mayor claridad al evaluar lo sucedido en el marco del Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) y en el Mercado a Término de Buenos Aires S.A. (MATBA) en donde también se operaban posiciones de contratos de dólar futuro sin que se haya realizado ninguna corrección en el precio original de los contratos, ni una novación sin el consentimiento de una de las partes. Tales extremos dejan al desnudo la existencia de una grave contradicción entre lo expuesto por el ROFEX y ACSA y lo que efectivamente sucedió en el Mercado, en particular, y en la economía nacional, en general. El análisis del Caso ROFEX conduce a pensar que el Mercado y su Cámara Compensadora tomaron drásticas y arbitrarias medidas con el único fin de favorecer al BCRA, toda vez que esta entidad vio reducidas en miles de millones de dólares las pérdidas que hubiera sufrido en caso de haber dado cumplimiento a los Contratos.

Esta decisión, además de vulnerar el derecho de propiedad de los inversores perjudicados, ha violado el principio de Igualdad consagrado en el art. 16 de la Constitución Nacional que establece que “Todos sus habitantes son iguales ante la ley”, ya que la aplicación de las Comunicaciones no alcanzaban a la totalidad de los contratos de dólar futuro, sino sólo a aquellas posiciones abiertas al 14 de diciembre de 2015 con vencimiento hasta Junio de 2016, cuya concertación hubiera sido posterior al 29 de Septiembre de 2015, sin ningún argumento válido al respecto.

Los incumplimientos y el avasallamiento de derechos llevado a cabo por ROFEX y ACSA hacen procedente su deber de reparar los daños generados, lo cual será reclamado por cada inversor que así lo considere en sede arbitral o judicial.

Si bien los daños patrimoniales son susceptibles de ser reparados, difícilmente pueda repararse con la misma facilidad la pérdida de confianza en los mercados institucionalizados, atractivos por el “riesgo de contraparte cero”, siendo que la inseguridad jurídica que las medidas adoptadas ilegalmente han traído consigo, posiblemente generará que cada inversor efectúe un replanteo respecto de, si luego del Caso ROFEX, continúa existiendo un beneficio al operar en un mercado institucionalizado por sobre un mercado OTC.

Apéndice bibliográfico [\[arriba\]](#)

Bibliografía consultada

- barreira delfino Eduardo y camerini marcelo a., “El desquicio del BCRA en la operatoria de futuros sobre dólar”, Revista electrónica Abogados Inhouse N° 234, 21 de marzo de 2016.
- Boletín de novedades jurídicas N° 137, Colegio de Abogados de San Isidro, Junio de 2011.
- favier dubois (pater) y favier dubois eduardo (h), “El nuevo régimen de mercado de capitales y sus impactos societarios, concursales y contables” Errepar, DSE, nro. 311, Tomo XXV, Octubre 2013.

- Jáuregui María de los Ángeles - Casinelli Hernán Pablo, “Instrumentos Financieros Derivados”, La Ley, Buenos Aires, 2012.
- Luegmayer, Sebastián, “Contratos Bursátiles y Derivados Financieros”, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2010.
- Luegmayer Sebastián, “El Banco Central: su rol de market maker en el mercado de derivados argentino”, El Derecho: jurisprudencia general 1° ed, Universitas, Buenos Aires, 2008.
- Mazzinghi, Marcos, “Compraventa de moneda a término. Un nuevo precedente desalentador”, LA LEY, 2007. Nieto Carol, Ubaldo, “El mercado de valores. Organización y funcionamiento”, Civitas, Madrid, 1993.
- Pasquali Rubén, “Futuros, Índices y Opciones”, Fundación Bolsa de Comercio, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2011.
- Saravia Frías Bernardo, “El Decreto PEN 992/02: Un golpe de muerte a los derivados financieros”, publicado en ED pág. 831, 21/02/2003.

Legislación consultada

- Ley de Oferta pública de títulos valores N° 17.811 de fecha 16 de julio de 1968.
- Decreto 677/01 de REGIMEN DE TRANSPARENCIA DE LA OFERTA PUBLICA de fecha 22 de mayo de 2011.
- Decreto N° 2284/91 de desregulación económica de fecha 31 de octubre de 1991.
- Decreto 1926/93 de Mercados a Término de fecha 17 de septiembre de 1993.
- Ley de Emergencia Pública y delegación de facultades N° 25.414 de fecha 29 de marzo de 2001.
- Ley de Mercado de Capitales N° Ley 26.831 de fecha 28 de diciembre de 2012.
- Decreto 1023/2013 reglamentario de la Ley N° 26.831 de fecha 29 de julio de 2013.
- Texto Ordenado Normas Comisión Nacional de Valores, año 2013.
- Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, Ley n° 24.144, de fecha 23 de septiembre de 1992.
- Ley de emergencia pública y reforma del régimen cambiario N° 25.561 de fecha 6 de enero de 2002.
- Código Civil y Comercial de la Nación.
- Código Procesal Civil y Comercial de la Nación.
- Constitución de la Nación Argentina.

Páginas Web consultadas

- www.argentinaclearing.com.ar
- www.cnv.gov.ar

· www.rofex.com.ar

Otros documentos consultados

- Estados Financieros Consolidados de ROFEX correspondientes al ejercicio económico N° 106 finalizado el 31 de julio de 2015.
- Acta de Directorio N° 10 de ROFEX y Argentina Clearing S.A. de fecha 14 de diciembre de 2015.
- Comunicación N° 482 de Argentina Clearing S.A. de fecha 1° de octubre de 2015.
- Comunicación N° 490 de Argentina Clearing S.A. de fecha 27 de octubre de 2015.
- Comunicación N° 497 de Argentina Clearing S.A. de fecha 3 de noviembre de 2015.
- Comunicación conjunta de ROFEX y Argentina Clearing S.A. N° 645 de fecha 19 de noviembre de 2015.
- Comunicación conjunta de ROFEX y Argentina Clearing S.A. N° 648 de fecha 24 de noviembre de 2015.
- Resolución N° 649/15 de la Comisión Nacional de Valores de fecha 30 de octubre de 2015.
- Comunicación conjunta de ROFEX y Argentina Clearing S.A. N° 650 de fecha 27 de noviembre de 2015.
- Resolución N° 17.909 de la Comisión Nacional de Valores de fecha 30 de noviembre de 2015.
- Comunicación conjunta de ROFEX y Argentina Clearing S.A. N° 653 de fecha 01 de diciembre de 2015.
- Comunicación conjunta de ROFEX y Argentina Clearing S.A. N° 656 de fecha 03 de diciembre de 2015.
- Resolución N° 17.927 de la Comisión Nacional de Valores de fecha 17 de diciembre de 2015.
- Comunicación conjunta de ROFEX y Argentina Clearing S.A. N° 662 de fecha 18 de diciembre de 2015.
- Comunicación "A" 3500 del Banco Central de la República Argentina.
- Notas de la Comisión Nacional de Valores N° 7.683 y N° 7.682 de fecha 2 de diciembre de 2015.
- Reglamento Interno del Mercado a Término de Rosario S.A.
- Reglamento Interno de Argentina Clearing S.A.
- Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense del Mercado a Término de Rosario S.A.

Notas [\[arriba\]](#)

** El presente trabajo es la tesis de la autora, para optar al título de Magister en Derecho Empresario, por la Facultad de Derecho, Universidad Austral, que fuera dirigida por los profesores Sebastián Luegmayer y Gustavo Albano Abreu. La tesis fue defendida el día 27/9/2016, obteniendo la calificación de 10 (diez) Sobresaliente. Un ejemplar de la misma puede consultarse en la Biblioteca Central de la referida universidad.*

[1] El Rofex es el Mercado de Futuros y Opciones de Rosario en el que se negocian contratos de derivados tanto agropecuarios como financieros. Es una entidad privada cuyo objetivo es organizar, registrar, garantizar y liquidar la negociación de contratos de futuros y opciones. Para cumplir algunas de estas funciones cuenta con una cámara compensadora: Argentina Clearing S.A. ROFEX proporciona a sus clientes el ámbito (espacio físico-electrónico) institucionalizado y el marco normativo adecuados, tendientes a posibilitar la concertación transparente de operaciones de contratos de derivados estandarizados. Argentina Clearing realiza el clearing (registro-compensación-liquidación) de las operaciones concertadas de contratos de derivados estandarizados y garantiza el cumplimiento de las mismas. Fuente: <http://www.rofex.com.ar/data/70preguntas/>.

[2] Nieto Carol, Ubaldo, El mercado de valores. Organización y funcionamiento, Civitas, Madrid, 1993,p.31

[3] Luegmayer, Sebastián, Contratos Bursátiles y Derivados Financieros, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2010, p. 4

[4] Luegmayer, Sebastián, Op. Cit., p. 5

[5] Luegmayer, Sebastián, Op. Cit., p. 6

[6] Luegmayer, Sebastián, Op. Cit., p. 11.

[7] saravia frias, bernardo, "El Decreto PEN 992/02: Un golpe de muerte a los derivados financieros", publicado en ED pág. 831, 21/02/2003.

[8] Jáuregui Maria de los ángeles - casinelli Hernán Pablo, "Instrumentos Financieros Derivados", La Ley, Buenos Aires, 2012, p. 28.

[9] saravia frias, bernardo, Op. Cit. pág. 831.

[10] El art. 40 de la Ley 26.831 establece que "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 un mercado garantice el cumplimiento de las operaciones o tenga a su cargo la liquidación de las concertadas en su seno, por sí o a través de un agente de liquidación y compensación, debe liquidar las 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".

[11] Jáuregui Maria de los ángeles - casinelli Hernán Pablo, Op. Cit., p. 45.

[12] Página web de la CNV, http://www.cnv.gov.ar/uv_futop.asp, 24/03/16.

[13] Texto Ordenado 2013 Normas CNV, Título VI "Mercados y Cámaras Compensadoras".

[14] Los reglamentos y normas internas del ROFEX pueden consultarse en http://www.rofex.com.ar/agentes/leg_reglamentos.asp

[15] Según la Nota N° 3 a los Estados Financieros Consolidados de ROFEX correspondientes al ejercicio económico N° 106 finalizado el 31 de julio de 2015 publicado en el sitio web de la CNV www.cnv.gov.ar, este mercado ejerce un control de derecho sobre Argentina Clearing S.A., de conformidad con lo dispuesto por el art. 33 inc.1° de la Ley 19.950, ya que ostenta una participación del 78,05% en su paquete accionario. Es decir, el ROFEX tiene la capacidad para formar la voluntad social de su Cámara Compensadora.

[16] Jáuregui Maria de los ángeles - casinelli Hernán Pablo, Op. Cit., p. 49.

[17] Cabe recordar que el Banco Central de la República Argentina puede disponer, en

situaciones de emergencia la modificación de los márgenes de garantía, en función del art. 42 de la ley 26831 que establece que “El Banco Central de la República Argentina, en cumplimiento de sus funciones de regulador de la moneda y el crédito, puede con carácter excepcional disponer la modificación de los márgenes de garantía fijados por los mercados o por la Comisión Nacional de Valores”.

[18] luegmayer, sebastián, Op. Cit., p. 13.

[19] Definición del Goup of Thirty, “Global Derivatives Study Group, Derivatives: Pactices and Principles”, julio 1993, Washintong DC, p.28: “A financial contract whose value depends on the value of one or more underlying assets or indexes of assets values”.

[20] luegmayer Sebastián, Op. Cit., p. 117.

[21] jáuregui maria de los ángeles - casinelli hernán pablo, Op. Cit., p. 11.

[22] saravia frias, bernardo, Op. Cit. pág. 830.

[23] luegmayer Sebastián, Op. Cit., p. 157.

[24] United States District Court, Western District of Tennessee, Commodity-Futures, p.21,424, 2/4/1982, “CFTC v. National Coal Exchange Inc., et al.”.

[25] luegmayer Sebastián, Op. Cit., p. 161.

[26] pasquali rubén, “Futuros, Índices y Opciones”, Fundación Bolsa de Comercio, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2011, p.11.

[27] saravia frias, bernardo, Op. Cit. pág. 831.

[28] luegmayer Sebastián, Op. Cit., p. 145.

[29] luegmayer Sebastián, Op. Cit., p. 144.

[30] Información extraída del Acta de Directorio N° 10 celebrada en el marco de la reunión de Directorio conjunta entre Rofex y Argentina Clearing S.A. el 14 de diciembre de 2015.

[31] Notas CNV N° 7.683 y N° 7.682.

[32] <http://www.rofex.com.ar/productos/financiero2.asp?idproducto=1>.

[33] Ley 26.831, Cap. VI. Secc. I. Arts. 111 a 116.

[34] Ley 26.831, Cap. VI. Secc. I. Arts. 117 y 118.

[35] Art. 22, “Reglamento Interno del Mercado a Término de Rosario S.A.”, www.rofex.com.ar, 05 de abril de 2016.

[36] Art. 35.2, inc. c, “Reglamento Interno del Mercado a Término de Rosario S.A.”, www.rofex.com.ar, 05 de abril de 2016.

[37] Art. 87, “Reglamento Interno del Mercado a Término de Rosario S.A.”, www.rofex.com.ar, 05 de abril de 2016.

[38] Ley 24.144, Carta Orgánica del BRCA, art. 4° inc. a), c), g) y e).

[39] Luegmayer Sebastián, “El Banco Central: su rol de market maker en el mercado de derivados argentino”, El Derecho: jurisprudencia general 1°ed, Universitas, Buenos Aires, 2008.

[40] Art. 18, Ley 24.144 Carta Orgánica del BCRA: “ El Banco Central de la República Argentina podrá: a) Comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria, cambiaria, financiera y crediticia.”

[41] barreira delfino eduardo y camerini marcelo a., “El desquicio del BCRA en la operatoria de futuros sobre dólar”, Revista electrónica Abogados Inhouse N° 234, 21 de marzo de 2016.

[42] Art.2.2.1, Cap. II “Deberes de los participantes” Título II “Reglamento Interno del ROFEX”: “Observar constantemente el presente Reglamento, las Normas Internas, en especial las normas legales y reglamentarias en la materia dictadas por la Comisión Nacional de Valores y/u otros organismos competentes”.

[43] Art. 6.1.2 Cap. I Título VI “De las Operaciones” “Reglamento Interno del ROFEX”: “Toda Operación concertada en el ámbito ROFEX, se entenderá realizada de acuerdo con los términos y condiciones establecidos para cada producto y demás Normas Internas, y

deberán observarse las disposiciones legales y reglamentarias así como los usos y costumbres aplicables a la actividad”.

[44] Art. 9.2.1 y s.s, Cap. II, Título IX “Reglamento Interno de Argentina Clearing S.A.”, www.argentinaclearing.com.ar, 11 de abril de 2016.

[45] Este tema ha sido tratado con mayor profundidad en el apartado 3.3) de este trabajo, denominado “Impacto en la seguridad jurídica y en la credibilidad del Mercado. Su importancia para el sistema financiero”.

[46] Reglamento de Contratos de Futuros y Opciones sobre Dólar Estadounidense, art. 1.2: “Liquidación: No habrá entrega física para los contratos que continuaran abiertos al final del último día de negociación. Estos se liquidarán entregando o recibiendo, según corresponda, Pesos por un monto que cubra la diferencia entre el precio original del contrato y el precio de ajuste final determinado por: 1.2.1. “Tasa de Encuesta de la Industria EMTA ARS” se refiere a la tasa especificada peso argentino / dólar estadounidense para dólares estadounidenses, expresada como el monto de Pesos argentinos por cada dólar estadounidense, para la liquidación de operaciones el mismo día, calculada conforme a la Síntesis de la Metodología EMTA ARS que figura en la Página EMTA de la Pantalla Reuters, el sitio Web de EMTA www.emta.org y el sitio Web del Banco Central de la República Argentina www.bcra.gov.ar aproximadamente a las 13.00 hs, hora de Buenos Aires, o tan pronto como fuera posible con posterioridad. 1.2.2. Ante la imposibilidad de establecer el precio de ajuste final, conforme al procedimiento consignado precedentemente, el Directorio podrá declarar la existencia de una situación de emergencia y determinar el precio de ajuste final correspondiente, de acuerdo a las facultades estatutarias y reglamentarias y a lo prescripto en el punto 4.” Emergencias”, del presente Reglamento.”

[47] Al respecto, el CCCN en su Capítulo III “Ejercicio de los derechos” establece lo siguiente :

“Art.9°.-Principio de buena fe. Los derechos deben ser ejercidos de buena fe.

Art.10.-Abuso del derecho. El ejercicio regular de un derecho propio o el cumplimiento de una obligación legal no puede constituir como ilícito ningún acto .La ley no ampara el ejercicio abusivo de los derechos. Se considera tal el que contraría los fines del ordenamiento jurídico o el que excede los límites impuestos por la buena fe, la moral y las buenas costumbres. El juez debe ordenar lo necesario para evitar los efectos del ejercicio abusivo o de la situación jurídica abusiva y, si correspondiere, procurar la reposición al estado de hecho anterior y fijar una indemnización.

Art.11.- Abuso de posición dominante. Lo dispuesto en los artículos 9° y 10 se aplica cuando se abuse de una posición dominante en el mercado, sin perjuicio de las disposiciones específicas contempladas en leyes especiales”.

En este sentido, parte de la doctrina ha entendido que “existen múltiples criterios para determinar cuándo se configura el abuso del derecho. Algunos autores -como Fernández Sessarego, Rivera y Nicolau- los agrupan en subjetivos, objetivos y mixtos. Otros, en cambio, los exponen unos a continuación de otros, sin agruparlos...Según el criterio subjetivo existirá ejercicio abusivo del derecho cuando el sujeto actúe con la intención de perjudicar a otro (dolosamente), y aun cuando lo haga sólo culpablemente...El criterio objetivo entiende que media abuso del derecho cuando el titular los desvía de la finalidad que justifica su existencia, con prescindencia de la reprochabilidad de la conducta abusiva, es decir, aunque su agente no actúe con dolo ni culpa...el criterio mixto entiende que habrá abuso del derecho siempre que concurren cualesquiera de los elementos caracterizantes señalados por los criterios precedentemente considerados”... “A nuestro modo de ver, el abuso del derecho es un principio general que ilumina todo el ordenamiento jurídico, a través del cual puede afirmarse que una determinada conducta es abusiva -y por ello mismo ilícita- pese a que se mantenga dentro de los límites formales de la ley. Esta afirmación

deja en claro que nada hay en el abuso del derecho que permita asimilarlo a un factor de atribución. De modo que, una vez que se determina que la conducta es abusiva (y por ende, ilícita), deberá analizarse si también concurre el factor de atribución que se aplica en el caso, lo que naturalmente dependerá del área de la responsabilidad civil de que se trate”, (hess, Esteban Rolando, Emiliozzi y Zárata José María, “La naturaleza jurídica del abuso del derecho”, Cartapacio de Derecho: Revista Virtual de la Facultad de Derecho, ISSN-e 1850-0722, N°. 18, año 2010).

Por su parte, respecto del abuso de posición dominante incorporado en el CCCN, se ha dicho que “Como una especificación del ejercicio abusivo de los derechos vedado por el art. 10 de la legislación unificada, el art. 11 reprocha el abuso «de una posición dominante en el mercado», aclarando -eso sí- que ello lo es «sin perjuicio de las disposiciones específicas contempladas en leyes especiales».

La posición dominante en el mercado es la que posibilita que un determinado prestador o conjunto de prestadores se abuse de su posición de fortaleza en la relación establecida con un sujeto que se encuentra en situación de debilidad jurídica, social o económica (CSJN, 9/10/2012, «Tommasi Automotores S. A. c/ CIADEA S. A. y otro»). Es claro que ello puede darse cuando existe una situación de monopolio u oligopolio en la provisión de un determinado bien o servicio; pero también cuando la naturaleza de las relaciones y circunstancias en las que se proporcionan las prestaciones generan un fenómeno de cautividad o de vulnerabilidad en quien las recibe”, (muñoz Ricardo, (h) MJ-DOC-9909-AR, 08 de junio de 2016).

[48] Carta Orgánica del BCRA, Art. 26 “El banco deberá informar al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, sobre la situación monetaria, financiera, cambiaria y crediticia”.

[49] Ley 25.561, Art.1° “Declárase, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 76 de la Constitución Nacional, la emergencia pública en materia social, económica, administrativa, financiera y cambiaria, delegando al Poder Ejecutivo nacional las facultades comprendidas en la presente ley, hasta el 10 de diciembre de 2003, con arreglo a las bases que se especifican seguidamente:

1. Proceder al reordenamiento del sistema financiero, bancario y del mercado de cambios.
2. Reactivar el funcionamiento de la economía y mejorar el nivel de empleo y de distribución de ingresos, con acento en un programa de desarrollo de las economías regionales.
3. Crear condiciones para el crecimiento económico sustentable y compatible con la reestructuración de la deuda pública.
4. Reglar la reestructuración de las obligaciones, en curso de ejecución, afectadas por el nuevo régimen cambiario instituido en el artículo 2°”.

[50] Boletín de novedades jurídicas N° 137, Colegio de Abogados de San Isidro, Junio de 2011.

[51] Nuestra Constitución Nacional regula como derecho fundamental el de acceso a la justicia en los arts. 14, 17, 18 y cctes.

[52] Art. 46, Ley 26.831: “Todos los mercados deberán contar en su ámbito con un tribunal arbitral permanente, al cual quedarán sometidas en forma obligatoria las entidades cuyos valores negociables se negocien dentro de su ámbito, en sus relaciones con los accionistas e inversores. Quedan comprendidas en la jurisdicción arbitral todas las acciones derivadas de la ley 19.550 de sociedades comerciales (t.o. 1984) y sus modificaciones, incluso las demandas de impugnación de resoluciones de los órganos sociales y las acciones de responsabilidad contra sus integrantes o contra otros accionistas, así como las acciones de nulidad de cláusulas de los estatutos o reglamentos. En todos los casos, los reglamentos deberán dejar a salvo el derecho de los accionistas e inversores para optar por acudir a los tribunales judiciales competentes. En los casos en que la ley establezca la acumulación de

acciones entabladas con idéntica finalidad ante un solo tribunal, la acumulación se efectuará ante el tribunal judicial. También quedan sometidas a la jurisdicción arbitral establecida en este artículo las personas que efectúen una oferta pública de adquisición respecto de los destinatarios de tal adquisición. Las reglamentaciones que los Mercados dicten, aplicables a la creación y funcionamiento de los tribunales arbitrales, deberán ser sometidas a la previa aprobación de la Comisión Nacional de Valores”.

[53] Mazzinghi, Marcos, “Compraventa de moneda a término. Un nuevo precedente desalentador”, LA LEY 06/02/2007, 06/02/2007, 4 - LA LEY2007-A, 402.

[54] CCCN, art. 961.-“Buena fe. Los contratos deben celebrarse, interpretarse y ejecutarse de buena fe. Obligan no sólo a lo que está formalmente expresado, sino a todas las consecuencias que puedan considerarse comprendidas en ellos, con los alcances en que razonablemente se habría obligado un contratante cuidadoso y previsor”.

[55] CCCN, art. 1067.- “Protección de la confianza. La interpretación debe proteger la confianza y la lealtad que las partes se deben recíprocamente, siendo inadmisibles la contradicción con una conducta jurídicamente relevante, previa y propia del mismo sujeto”.

[56] CCCN, art. 1710.- “Deber de prevención del daño. Toda persona tiene el deber, en cuanto de ella dependa, de:

a) evitar causar un daño no justificado;

b) adoptar, de buena fe y conforme las circunstancias, las medidas razonables para evitar que se produzca un daño, o disminuir su magnitud; si tales medidas evitan o disminuyen la magnitud de un daño del cual un tercero sería responsable, tiene derecho a que éste le reembolse el valor de los gastos en que incurrió; conforme a las reglas del enriquecimiento sin causa;

c) no agravar el daño, si ya se produjo.”

[57] CCCN, art.1716.- “Deber de reparar. La violación del deber de no dañar a otro, o el incumplimiento de una obligación, da lugar a la reparación del daño causado, conforme con las disposiciones de este Código”.

[58] CCCN, art. 1725.- “Valoración de la conducta. Cuanto mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor es la diligencia exigible al agente y la valoración de la previsibilidad de las consecuencias”.

[59] CCCN, art. 1733.- “Responsabilidad por caso fortuito o por imposibilidad de cumplimiento. Aunque ocurra el caso fortuito o la imposibilidad de cumplimiento, el deudor es responsable en los siguientes casos:

a) si ha asumido el cumplimiento aunque ocurra un caso fortuito o una imposibilidad;

b) si de una disposición legal resulta que no se libera por caso fortuito o por imposibilidad de cumplimiento;

c) si está en mora, a no ser que ésta sea indiferente para la producción del caso fortuito o de la imposibilidad de cumplimiento;

d) si el caso fortuito o la imposibilidad de cumplimiento sobrevienen por su culpa;

e) si el caso fortuito y, en su caso, la imposibilidad de cumplimiento que de él resulta, constituyen una contingencia propia del riesgo de la cosa o la actividad;

f) si está obligado a restituir como consecuencia de un hecho ilícito”

[60] CPCCN, Art. 322. “Podrá deducirse la acción que tienda a obtener una sentencia meramente declarativa, para hacer cesar un estado de incertidumbre sobre la existencia, alcance o modalidades de una relación jurídica, siempre que esa falta de certeza pudiera producir un perjuicio o lesión actual al actor y éste no dispusiera de otro medio legal para ponerle término inmediatamente.

El Juez resolverá de oficio y como primera providencia, si corresponde el trámite

pretendido por el actor, teniendo en cuenta la naturaleza de la cuestión y la prueba ofrecida”.

[61] CPCCN, Art. 209. “Podrá pedir embargo preventivo el acreedor de deuda en dinero o en especie que se hallare en alguna de las condiciones siguientes:

- 1) Que el deudor no tenga domicilio en la República.
- 2) Que la existencia del crédito esté demostrada con instrumento público o privado atribuido al deudor, abonada la firma por información sumaria de DOS (2) testigos.
- 3) Que fundándose la acción en un contrato bilateral, se justifique su existencia en la misma forma del inciso anterior, debiendo en este caso probarse además sumariamente el cumplimiento del contrato por parte del actor, salvo que éste ofreciese cumplirlo, o que su obligación fuese a plazo.
- 4) Que la deuda esté justificada por libros de comercio llevados en debida forma por el actor, o resulte de boleto de corredor de acuerdo con sus libros, en los casos en que éstos puedan servir de prueba, o surja de la certificación realizada por contador público nacional en el supuesto de factura conformada.
- 5) Que aun estando la deuda sujeta a condición o plazo, se acredite sumariamente que el deudor trata de enajenar, ocultar o transportar sus bienes, comprometiendo la garantía, o siempre que se justifique del mismo modo que por cualquier causa ha disminuido apreciablemente la solvencia del deudor, después de contraída la obligación”.

[62] CNFed Contencioso Administrativo, Sala II, 23.2.82, LL 1982 - C, página 401.

[63] CFed. Córdoba, Sala B, agosto 11-995, Constructora SRL c/ Estado Nacional LL Córdoba 1996-222.

[64] CNCOM, Sala A, 10/6/1997, “Guerrero, Pedro c/ Colegio Buenos Aires SRL, LL 1997-F, 101 -DJ 1997-3,1018

[65] CNFed, Sala II, Contencioso Administrativo, 11-9-75 ED 65, página 410.

[66] CNCiv, Sala A, 8.6.84, LL 1984 v. D, página 393.

[67] Datos extraídos de los Estados Financieros intermedios correspondientes al período 1/08/15 al 31/01/16, publicados por ROFEX en la web de la CNV a través de la Autopista de Información Financiera, <http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan>

[68] Datos extraídos de los Estados Financieros intermedios Correspondientes al período de seis meses finalizado el 31 de enero de 2016 publicados por ACSA en la web de la CNV a través de la Autopista de Información Financiera, <http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan>.

[69] Ley 26.8311, art. 141. “Riesgo sistémico. Cuando fundadamente se advierta la existencia de situaciones de riesgo sistémico, u otras de muy grave peligro, la Comisión Nacional de Valores podrá suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables, otros instrumentos financieros y la ejecución de cualquier acto sometido a su fiscalización hasta que hechos sobrevinientes hagan aconsejable la revisión de la medida. Dicha medida también podrá adoptarse al iniciarse la investigación o en cualquier etapa del sumario”.