

REVISTA JURIDICA ARGENTINA LA LEY

FUNDADORES

LEONIDAS ANASTASI  
(1890-1940)

JERONIMO REMORINO  
(1902-1968)

A. ROBERTO FRAGA PATRAO  
(1897-1977)

*Director*

CARLOS J. COLOMBO

*Subdirector*

MIGUEL FEDERICO DE LORENZO

*Encargada de Redacción*

MIRTA CARDENAS DE GALVAIRE

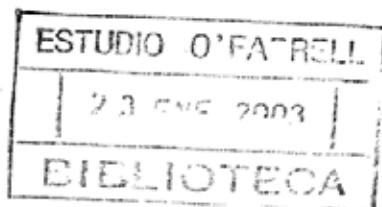
LA LEY



SOCIEDAD ANONIMA

BUENOS AIRES, 2003

ISSN 0024-1636



# LOS CONTRATOS DERIVADOS Y SU INSTRUMENTACION JURIDICA

POR SEBASTIÁN LUEGMAYER

**SUMARIO:** I. Introducción. — II. Concepto y antecedentes. — III. Los contratos derivados clásicos: contratos de futuros, forwards, opciones y swaps. — IV. Corolario.

## I. Introducción

El presente trabajo busca explicar tipos de contratos que son diariamente utilizados en los mercados internacionales, denominados derivados y que han cambiado a través de su irrupción la manera de transar acciones, divisas, tasas de interés, mercaderías (*commodities*), etc.

Cabe mencionar que en el mundo se realizan transacciones financieras a través de estos contratos por billones de dólares constituyéndose de esta forma en instrumentos financieros de suma importancia. Es por ello que debe existir una legislación que regule de manera clara y precisa los contratos de derivados otorgando por medio de normas una seguridad jurídica no sólo para las diferentes partes que intervienen en ellos, sino también para los terceros.

Asimismo, creemos que la manera más apropiada para explicar los contratos de derivados es a través de una explicación de los principales ti-

pos de derivados, antecedentes, características y funciones, como así también los aspectos relacionados con su negociación e instrumentación jurídica.

## II. Concepto y antecedentes

Los contratos derivados consisten en acuerdos bilaterales, consensuales, onerosos y aleatorios, por el cual una de las partes se compromete a incorporar el riesgo relacionado con la fluctuación de los precios de un determinado activo subyacente (*underlying asset*), recibiendo en contraprestación una suma dineraria o a través de la transmisión de otro riesgo a su contraparte.

Estos contratos se caracterizan porque el valor o precio del mismo depende del precio o valor de un activo subyacente (tasas de interés, tipos de cambio, mercaderías, etc.). En tal sentido, se los ha definido como "un contrato bilateral o acuerdo de pago y cambio cuyo valor depende de —derivado de— el valor de un activo subyacente, tasa de referencia, o índice" (1).

También se los ha definido como contratos financieros cuyo valor depende del valor de uno o más activos subyacentes o índices basados en los valores de dichos activos (2).

---

Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723).

(1) PAOLANTONIO, Martín Esteban, "Operaciones Financieras Internacionales", p. 358, Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, 1997.

(2) Básicamente, esta ha sido la definición expresada en *Global Derivatives Study Group, Derivatives: Practices and Principles*, July 1993, The Group of Thirty, Washington D.C., p. 28, "A financial contract whose value depends on the value of one or more underlying assets or indexes of asset values" (traducción del autor).

Por su parte, dentro de la legislación nacional el dec. 1130/97 (Adla, LVII-E, 5580) da una definición de derivados aplicable para el tratamiento impositivo de los mismos al expresar en su segundo artículo que "... son aquellos contratos y/o instrumentos cuyo contenido económico depende de los valores de otras variables básicas subyacentes" (3).

El antecedente más remoto de la utilización de los derivados, podemos hallarlo en una descripción del primer contrato de opciones efectuada en las escrituras de Aristóteles (4). Este pensador griego relata la historia de Tales de Mileto, un pobre filósofo, quien desarrolló un dispositivo financiero que envuelve un principio de aplicación universal.

Tales de Mileto tenía una gran habilidad para pronosticar y predecir que la cosecha de aceitunas para el otoño sería excepcionalmente buena. Seguro de su predicción, realizó acuerdos con los propietarios de prensas de aceitunas del lugar, para garantizarse el uso exclusivo de esos elementos al momento en que la cosecha estuviese lista. Para ello, el filósofo Tales de Mileto pudo negociar esos contratos y fijar un costo relativamente bajo para la utilización de esas prensas, ya que se trataba de una cosecha futura y nadie sabía a ciencia cierta si la cosecha sería abundante o escasa. Por su parte, los propietarios de las prensas de aceitunas estaban dispuestos a cubrirse ante la posibilidad de una pobre producción.

De esta manera, Tales de Mileto realizó el primer contrato de opciones que se tenga conocimiento. Cabe aclarar, que él no estaba obligado a ejercer las opciones, por lo tanto si la cosecha de

aceitunas no había sido buena, podía dejar expirar los contratos de opciones y limitar su pérdida sólo al precio original pagado por las opciones.

Si bien los antecedentes de contratos derivados los podemos encontrar alrededor de 2500 años atrás, recién en la década de 1970 (5) comienzan a celebrarse los primeros contratos *forwards* de divisas en donde dos partes se obligan, una a comprar y la otra a vender una determinada cantidad de divisas a una fecha determinada en el futuro. Las partes que realizaban estos contratos podían compensar el riesgo que pudiera producir los grandes movimientos de la tasa de interés en moneda extranjera evitando de esa manera la afectación a la viabilidad económica de sus proyectos.

Luego del desarrollo de los contratos *forwards*, hubo una tendencia a la utilización de los contratos de futuros financieros, como así también de las opciones (6). Efectivamente, se comenzó a negociar contratos de futuros sobre índices, tal como lo señala Prosper Lamothe Fernández "La idea de un contrato de futuros sobre un índice nació en 1977 en un comité de la bolsa de Kansas City (Kansas City Board of Trade-KCBOT). En principio se pensó en crear un contrato de futuros sobre el índice Dow Jones pero no se llegó a un acuerdo con la empresa Dow Jones & Company sobre la utilización de su índice. El 24 de febrero de 1982 se comenzó a negociar en la KCBOT un contrato sobre el índice *Value Line Composite*" (7).

Esta modalidad contractual es similar a los contratos *forwards*, diferenciándose de que estos últimos se encuentran estandarizados, son nego-

(3) Una de las finalidades de este decreto fue crear un marco impositivo acorde con las normas internacionales de tributación aplicables a instrumentos derivados, en donde el inversor extranjero no estuviera alcanzado por el impuesto a las ganancias y el impuesto a los bienes personales. Para una mayor aproximación a los temas impositivos relacionados con derivados, ver GOTLIB, Gabriel, "Legislación sobre imposición de derivados, luces y sombras", *Doctrina Tributaria*, Errepar. XVIII.

(4) ARISTOTLE, "Politics", vol. 2, *The Works of Aristotle. The Great Books of the Western World*, Ed. Robert Maynard Hutchins, published with the Editorial advise of the faculties of The University of Chicago, book 1, chapter 11, p. 453.

(5) La causa en la utilización de los *forwards* de divisas se debe "... a la ruptura del sistema monetario sur-

gado en Bretton Woods. Ello fue consecuencia de la falta de liquidez y de confianza, así como de la necesidad de un ajuste cambiario". DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PEREZ-INIGO, Juan, "Ingeniería Financiera, La gestión de los mercados financieros internacionales", segunda edición, Mc Graw-Hill, p. 5.

(6) "El primer mercado de opciones de tipo moderno (en el siglo XVII ya existía en Londres un mercado organizado de opciones) surge el 26 de abril de 1973 —Chicago Board Options Exchange (CBOE)— que en principio sólo administraba opciones de compra (call)". DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PEREZ-INIGO, Juan, ob. cit. p. 126.

(7) LAMOTHE FERNANDEZ, Prosper, "Opciones Financieras", p. 273, Mc-Graw Hill, 1993.

ciados dentro de un mercado regulado e interviene en la transacción cámaras compensadoras, que facilitan la negociación y producen una mayor competencia y liquidez en el mercado.

Por último, es dable destacar que a comienzos de 1980, el desarrollo de nuevas tecnologías en la informática, junto con la desregulación de los mercados financieros, produjeron un crecimiento de los contratos derivados, cuya característica principal era su enorme sofisticación y la efectividad en la gestión de los riesgos financieros.

Como consecuencia de lo anterior, se comenzó a transar un tipo de contrato derivado denominado *swap* en virtud del cual dos partes se obligan a intercambiar flujos monetarios pactados sobre un valor referencial inicial (*notional amount*) durante la vigencia del contrato en intervalos o fechas específicas. Se considera que estos contratos son una de las últimas innovaciones financieras, ya que fueron públicamente conocidos a través de la celebración de un *swap* de divisas entre la compañía IBM y el Banco Mundial (8).

### III. Los contratos derivados clásicos: contratos de futuros, forwards, opciones y swaps

#### III. 1. Contrato de futuros

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 fijada en el futuro y a un precio fijado al

cierre del mismo, y por su parte el comprador se compromete a pagar el precio en la fecha estipulada.

Dentro de la doctrina extranjera se los define como el contrato en el cual el comprador se obliga a comprar un activo específico a un precio de ejercicio determinado que debe ser pagado a la fecha de vencimiento de contrato (9).

Los elementos que integran los contratos de futuros son:

a) Determinación del producto: se debe especificar cuál será el producto que integrará el objeto de los contratos de futuros, para lo cual se requiere además de su denominación, la determinación en forma clara y precisa de su calidad y cantidad. Si bien en un principio los contratos de futuros se negociaban sobre *commodities*, como soja, maíz, arroz, algodón, la evolución de estos contratos llevó a que se extendió no sólo a productos agrícolas, sino también a activos financieros, productos energéticos, metales preciosos, etc. (10).

b) Precio: este elemento del contrato se estipula de común acuerdo por las partes al momento de la celebración del mismo. De esta forma, éste será el precio que deberá ser pagado por el comprador al vendedor, independientemente del valor que tenga el activo subyacente al vencimiento del contrato.

c) Fecha: se acuerda una fecha en el futuro a partir de la cual se hacen efectivas las obligaciones recíprocas de las partes integrantes del con-

(8) "The currency swap transaction between IBM and the World Bank in 1981 is marked as the public introduction of swaps". Robert J. Schwartz and Clifford W. Smith, Jr. Editors 1990. New York Institute of Finance. The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management, p. 7.

(9) "The basic form of the futures contract is identical to that of the forward contract, that is, a futures contract also obligates its owner to purchase a specified asset at a specified exercise price on the contract maturity date". Robert J. Schwartz and Clifford W. Smith, Jr, ob. cit. p. 3 y 4.

(10) Una interesante explicación de la evolución en la utilización de otros productos de naturaleza no agrícola se puede encontrar en la evolución de la regulación sobre *commodities* de las leyes federales de los EE.UU. "El Commodity Exchange Act (CEA) es un cuerpo de leyes que determinan cuáles son

los productos que pueden ser negociados en los contratos de futuros. Originalmente, esta normativa legal define un *commodity* como un producto agrícola, entre los que se puede nombrar al trigo, oleaginosas, huevos, lanas, etc. Sin embargo, con el transcurso de los años se fueron incluyendo nuevos productos dentro del concepto de *commodity*. En tal sentido, en 1974 el Congreso del mencionado país entendió que debía ampliarse la definición de *commodity*, por lo que se determinó que debía incluirse "todo otro tipo de bienes y artículo, excepto las cebollas. Esta exclusión se debió a que ya existía una ley específica que regulara la negociación de ese producto a través de los contratos de futuros. Actualmente, el término *commodity* incluye bonos del tesoro, índice accionario S&P depósitos bancarios, monedas extranjeras e incluso índices de precios que reflejan tasa de inflación" (traducción del autor). Franklin R. Edwards and Cindy W. Ma, "Futures & Options", McGraw-Hill, chapter 1, p. 4.

trato de futuro. Es decir, el comprador se obliga a entregar el dinero y el vendedor se compromete a la entrega física del activo subyacente.

d) Designación del mercado donde se negocia el contrato de futuro: se requiere que todo contrato de este tipo sea comprado o vendido en un mercado de futuros.

Una de las características que distinguen a los contratos de futuros es su estandarización. Ello implica que lo único que se negocia entre comprador y vendedor es el precio del activo subyacente, mientras que el monto, plazo, fecha de vencimiento, márgenes de garantía, constituyen elementos que forman parte del contrato que se negocia en ese mercado autorregulado. Es así como los compradores o vendedores de un contrato de futuro de oro no pueden negociar cuánto oro pueden comprar o vender, la forma, calidad o el lugar de entrega del mismo (11).

El propósito de la estandarización de los contratos de futuros reside en la creación de un instrumento que reduzca al mínimo el costo de transacción asociado con la negociación. Si cada término y/o condición del contrato fuese negociado en forma individual por las partes, los costos serían indudablemente mayores.

De conformidad a lo expuesto en el apartado d) una de las características principales de estos contratos es su negociación en mercados organizados o institucionalizados, que se encuentran sujetos a las normas que dicten sus autoridades, como así también a las que establezca el organismo de control (12).

Todo mercado de futuros tiene una cámara de compensación asociada, que hace de <comprador del vendedor> y del <vendedor del comprador> (13). Generalmente, las dos partes de un

contrato de futuros no se conocen, y el mercado provee un mecanismo, que otorga a las partes la garantía que ese contrato será cumplido (14).

En tal sentido, la cámara compensadora es una institución privada y vinculada al mercado, cuyo objetivo es asegurar que las operaciones pactadas entre los distintos corredores sean cumplidas en las condiciones estipuladas, eliminando de esa manera el riesgo de la contraparte (15). De esta manera, las operaciones concertadas en un mercado organizado o institucionalizado reciben la garantía de cumplimiento de su cámara compensadora.

El riesgo de la contraparte constituye un riesgo que asumen los agentes del mercado y se relaciona con la posibilidad de que la contraparte de nuestra operación no cumpla con lo acordado (condiciones de entrega, volumen, calidad, etc.). Al no involucrar la transferencia de mercadería o dinero en el momento en que se concreta la operación, el *leverage* (apalancamiento) derivado de un contrato de futuros es muy elevado. Por lo tanto, el riesgo de incumplimiento también es alto en este tipo de operaciones.

Uno de los roles que cumple la cámara compensadora es obligar a los distintos agentes a mantener depositado en cuenta un monto de dinero equivalente al riesgo asumido en las operaciones realizadas. Cada vez que se celebra un contrato de futuros, el agente le solicita a su cliente el depósito de un margen inicial en una cuenta de márgenes que debe ser abierta a tales efectos. El total de margen a depositar depende de la cantidad de contratos y el monto por contrato lo determina la cámara compensadora.

Cabe destacar que el mecanismo utilizado en los mercados de futuros para determinar la integración de los márgenes se denomina *marking to*

(11) Un claro ejemplo de ello, es el contrato de futuro de oro del Comex (Commodity Exchange) que exige la entrega de 100 onzas de oro de una calidad de 0.999 en un depósito de intercambio aprobado por ese mercado en Nueva York, Estados Unidos.

(12) Art. 83 del dec. 2284/91 (Adla, LI-D, 4058): "... con respecto a la oferta de contratos a término, futuros u opciones, la Comisión Nacional de Valores tendrá competencia para autorizar el funcionamiento de los mercados donde se realicen dichos actos jurídicos, los mecanismos mediante los cuales se considerarán autorizadas dichas ofertas, así como las operaciones de los intermediarios respectivos, sin perjui-

cio de las facultades del Banco Central de la República Argentina.

(13) FERNANDEZ LAMOTHE, Prosper, ob. cit. p. 236.

(14) HULL, John C., "Options, Futures and Other Derivatives", Prentice Hall, Third Edition, p. 3, 4.

(15) "The exchange clearing house is an adjunct of the exchange and acts as an intermediary or middleman in futures transactions. It guarantees the performance of the parties to each transaction", HULL, John C. ob. cit. p. 23.

*market*. Esto consiste en un sistema de ajuste al mercado, por el cual los márgenes son ajustados diariamente sobre la base de las variaciones de las posiciones asumidas por las partes.

Asimismo, los agentes también deben depositar diariamente las diferencias. Las mismas corresponden a la diferencia entre el precio al cual se concertó la transacción y el precio diario de cierre del mercado, denominado precio de ajuste (16). El mecanismo más simple para el cómputo de las diferencias es aquel en el cual el agente deposite diariamente las pérdidas que va teniendo en cada posición o bien que se acrediten las ganancias.

La cámara compensadora exige a los operadores tener depositado en cuenta un monto mínimo equivalente a la variación máxima permitida en el precio, es decir al margen inicial (por contrato). Ello se debe a que el mercado siempre debe tener a su disposición una cantidad mínima equivalente a la que puede llegar a perder un operador en una rueda, dado que si algún día un agente sufre esas pérdidas y no deposita en cuenta esas diferencias, el mercado tiene que asumir la ganancia de la contraparte. De esta manera, el mercado de futuros elimina el riesgo de contraparte y asegura el cumplimiento de las operaciones que se pactan en el mismo.

Los contratos de futuros poseen varias finalidades, las que dependen de quienes son las partes que negocian estos contratos. Así, existen personas físicas como jurídicas, que desean especular sobre los niveles de precios futuros de un producto determinado que es negociado en un contrato de esta naturaleza. Otros individuos compran o venden futuros teniendo en cuenta otro motivo: para eliminar los riesgos expuestos debido a los cambios constantes del precio de un producto específico. Con lo cual las finalidades perseguidas por las partes pueden ir desde la mera especulación a la reducción o eliminación del riesgo relacionado con el precio del producto negociado.

Los especuladores compran y venden contratos de futuros con la finalidad de lograr ganancias o beneficios económicos relacionados con los cambios de precios de un producto determinado. Por ejemplo, un especulador que cree que el precio del trigo será mayor en el futuro, compra-

rá trigo ahora, donde el precio se encuentra bajo, y venderá cuando el precio haya aumentado.

De esta manera, la compra o venta de futuros para los especuladores es un camino fácil para realizar apuestas relacionadas con los futuros precios de un producto. Estos operadores son los que brindan liquidez al mercado y facilitan la concreción de operaciones.

Desde otro punto de vista, existen individuos que se protegen de los cambios de los precios de un producto en el cual tienen interés. Ellos asumen una posición en el futuro con el objetivo de reducir el riesgo de la variación de los precios. Esta actividad se denomina "cobertura" (*hedging*) que consiste en el control o gestión del riesgo ligado a la fluctuación del precio de un producto determinado.

Los operadores que participan en un mercado de futuros pueden ser divididos en dos grupos. En el primer grupo nos encontramos con los *hedgers*, que son aquellos que acuden al mercado intentando eliminar el riesgo precio derivado de sus actividades habituales en su mercado spot. En el mercado local del trigo, por ejemplo, los acopiadores, exportadores, productores, empresas industrializadas, tienen distintos intereses económicos pero todos ellos se verán perjudicados si los precios no alcanzan las expectativas que tenían cada uno de estos operadores al tiempo de proyectar sus actividades económicas. Dentro de este escenario, aparecen los especuladores quienes asumen el riesgo transferido por los *hedgers* debido a que los especuladores tienen una mayor aversión al riesgo.

Las actividades llevadas a cabo en un mercado de derivados pueden ser agrupadas en tres grupos: cobertura (*hedging*), especulación (*speculation*) y arbitraje (*arbitrage*). Los *hedgers* transfieren el riesgo a otros, los especuladores asumen posiciones en descubierto (sin ninguna contrapartida en el mercado del producto subyacente) para aprovechar las ineficiencias del mercado (posiciones cuyo precio difiere del teórico) o bien para explotar su mayor aversión al riesgo y los operadores arbitrajistas, finalmente, toman posiciones en el mercado buscando obtener el beneficio libre de riesgo derivado de posiciones que difieren de su valor de equilibrio y que convergen al mismo a corto o largo plazo.

### III. 2. Forwards

Un contrato *forward* obliga a su titular a comprar un activo dado a una fecha determinada a un

(16) El ajuste es el cierre diario de cada una de las posiciones para cada activo subyacente.

precio de ejercicio (*exercise price*) determinado en el momento de la celebración del mismo. Si al vencimiento del contrato el precio actual del activo es mayor al precio de ejercicio (*exercise price*), el titular obtiene una ganancia; si por el contrario el precio actual del activo es menor al precio de ejercicio, el titular sufre una pérdida.

Una de las partes de un contrato forward asume una *long position* (está comprado) y se compromete a comprar un activo subyacente en una fecha determinada en el futuro a un precio específico. La otra parte asume un *short position* (está vendido) y se compromete a vender ese activo en la misma fecha y al mismo precio. El valor del contrato de forward depende del bien subyacente, a cuyo destino se encuentra fatalmente atado. Al inicio, el valor es igual a cero, en tanto ninguna de las partes paga ni entrega nada. De ahí en adelante, el valor del contrato varía de acuerdo a las fluctuaciones que padezca el bien subyacente; si el valor del bien en cuestión aumenta, el valor de quien tenga una *long position* será positivo y el que tenga una *short position* será negativo y viceversa (17).

Si bien los forwards son similares a los contratos de futuros, podemos decir que la distinción sustancial entre ellos es que los primeros son negociados en los mercados extra bursátiles y los segundos en mercados organizados. A diferencia de lo que sucede en un contrato de futuros en donde las posibilidades de que se incumpla con lo pactado son nulas, ya que el cumplimiento de la transacción se encuentra garantizado por el mercado, en un forward la parte que contrata asume el riesgo de crédito de la contraparte.

En consecuencia, esta modalidad contractual se negocia en los mercados OTC (*over the counter*) o extrabursátiles, en donde existe el riesgo de contraparte debido a que no hay una institución o entidad que avale el cumplimiento del acuerdo en el futuro.

En tal sentido, se ha dicho que "los contratos forwards causan riesgos de crédito significativos para las partes contratantes: el riesgo de que una de las partes incumplirá en su obligación de hacer o aceptar la entrega. En este caso la parte cumplidora sufrirá pérdidas sustanciales. Para minimizar este riesgo, las partes usualmente sólo contratan con otros que poseen una mayor reputación de crédito, como grandes bancos o empresas" (18).

En cuanto a su naturaleza jurídica, los contratos forwards son considerados *intuitu personae*, ya que no se hayan respaldados por una entidad bursátil, no están estandarizados, y tienen una dificultad intrínseca de cederlos (19).

Asimismo, al no existir una estandarización de estos contratos, son las partes quienes negocian el activo subyacente, su volumen, calidad, precio, condiciones de entrega. Es por ello que en la contratación internacional se los conoce como contratos a medida (*tailor made*), donde cada una de las partes diseña cuáles van a ser las condiciones contractuales.

Un clásico contrato forward es aquel que se instrumenta sobre divisas, a través del cual una de las partes se compromete a entregar a la contraparte en la fecha de vencimiento una cantidad de una divisa determinada a un tipo de cambio fijado al inicio del acuerdo.

La finalidad de esta modalidad contractual permite asegurar al inicio del acuerdo el tipo de cambio de una futura operación de compra o venta de divisas. De esta manera, se logra una cobertura contra una evolución desfavorable del tipo de cambio de una determinada moneda.

Cabe resaltar que la liquidación del forward de divisas puede ser con entrega de la divisa (*Delivery forward*) o por compensación (20) (*Non-Delivery Forward*).

(17) ROMANO, Roberta, "A Thumbnail Sketch of Derivatives Securities and Their Regulation", *Maryland Law Review*, p. 8 y HULL, John C., ob. cit. p. 2.

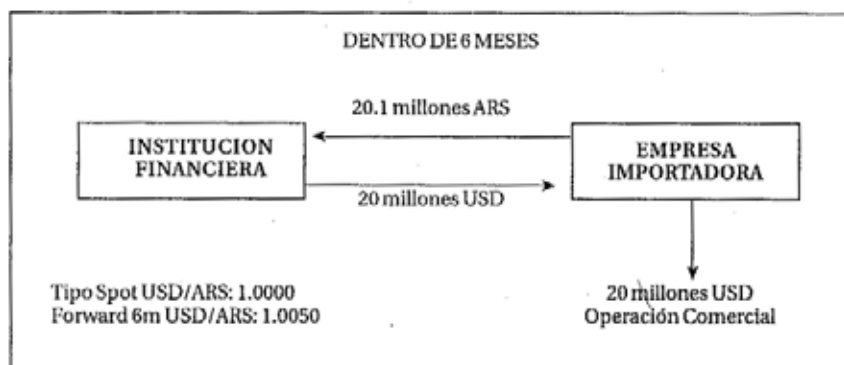
(18) Franklin R. Edwards and Cindy W. Ma, ob. cit. p. 19. "...forward contracts entail significant credit risks to the contracting parties: the risk that one of the contracting parties will default on his obligation either to make or take delivery. In this event, the non-defaulting party may suffer substantial losses. To minimize this risk, contracting parties usually deal only with others who enjoy a high credit standing, such as large banks and corporations".

(19) MARZORATI, Osvaldo J., "Derecho de los negocios internacionales", p. 501, 2ª edición actualizada y ampliada, año 1997.

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

Supongamos que una empresa importadora requiere una cantidad determinada de dólares para el pago de sus compras dentro del plazo de seis meses.

En atención a la marcada volatilidad que experimenta el mercado de divisas en el país de origen del importador, éste decide comprar un *forward* de divisas.



### III. 3. Opciones

Las opciones son contratos que otorgan a una parte (el tomador) el derecho de elegir, durante un período determinado, comprar o vender una cantidad específica de un activo subyacente a un precio establecido en el inicio del mismo. Por este derecho el tomador debe pagar una prima al emisor del contrato de opción. En el caso de que la opción fuese ejercida por el tomador, entonces el emisor tendrá la obligación de entregar el activo subyacente.

Dentro de la doctrina nacional, se ha definido al contrato de opciones como "... aquella operación por la cual una de las partes—llamada titular— mediante el pago de una suma de dinero—llamada prima o premio— se reserva el derecho de comprar o vender a la otra parte—llamada lanzador— una cantidad de títulos valores de una misma especie—llamada lotes estándar— a un precio de ejercicio establecido, con facultad de ejercerlo hasta una fecha de vencimiento determinada" (21).

Por su parte autores foráneos definen las opciones como el contrato que otorga a una de las

partes (el comprador) el derecho, pero no la obligación de comprar o vender una determinada cantidad y calidad de una mercadería subyacente (o activo) en algún tiempo en el futuro, a un precio acordado por las partes en el momento de la celebración del mismo. Si el comprador elige ejercer su derecho, luego el vendedor de la opción está obligado a cumplirla (22).

Las opciones presentan dos tipos de modalidades: la primera se denomina *call* u opción de compra, que otorgan el derecho (pero no la obligación) de comprar una cierta cantidad de un activo subyacente al vencimiento del contrato o antes del mismo a un precio determinado, denominado precio de ejercicio. Por otra parte, nos encontramos con las opciones denominadas *put* que brindan la posibilidad de vender una cantidad determinada de un activo subyacente a un precio de ejercicio en una fecha futura predeterminada o antes de la misma.

Asimismo, se suele mencionar a las opciones americanas, como aquellas en donde su titular puede ejercer su derecho durante todo el plazo de duración e inclusive en la fecha de vencimiento. Por el

(21) BOLLINI SHAW, Carlos y GOFFAN, Mario, "Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles", p. 272, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1995.

(22) Franklin R. Edwards and Cindy W. Ma, ob. cit., p. 17, "The contract gives one party (the buyer) the

right, but not the obligation, to purchase or sell a stated quantity and quality of the underlying commodity (or asset) at some point in the future at a price agreed to when the contract is first entered into. If the buyer chooses to exercise this right, the seller of the option is then obligated to perform".



contrario, en las denominadas opciones europeas su titular sólo puede ejercer su derecho en la fecha de cierre o ejercicio estipulada en el contrato (23).

Durante unos pocos años, fue cierto que la clasificación entre opciones americanas y europeas se correspondía con las características de los contratos negociados en ambos continentes. Hoy en día se negocian ambas modalidades en las diferentes plazas financieras mundiales, por lo que su aceptación geográfica no tiene gran sentido. Lo que sí es un hecho es que existe una tendencia en los mercados organizados a utilizar, principalmente, las opciones americanas por su mayor flexibilidad (24).

Las opciones pueden ser utilizadas para minimizar los riesgos de un negocio determinado de diversas maneras. En tal sentido, supongamos que una empresa productora de petróleo se encuentra preocupada por la volatilidad en el precio de ese commodity. Básicamente, su interés reside en los elevados precios que tiene ese producto en la actualidad.

En atención a ello, esta empresa quiere fijar para el futuro un piso en sus precios de venta, con la intención de asegurarse un retorno mínimo en su producción. Por otro lado, la mayoría de su producción ha sido colocada a diversos compradores, pero todavía tiene alrededor de 100.000 barriles de petróleo crudo por mes que quisiera colocar a la venta.

La empresa petrolera compra *puts* para vender 100.000 barriles de petróleo crudo a un precio predeterminado de 22 dólares por los próximos seis meses. Si al mes siguiente la empresa puede vender en el mercado abierto por más de 22 dólares cada barril de petróleo crudo, dejará por ese mes expirar esa opción de venta. Pero si el precio

de ese commodity cae por debajo del precio estipulado por las partes en la opción de venta, en algunos de esos meses, la empresa petrolera ejercerá su opción de venta, vendiendo de esa manera sus 100.000 barriles de petróleo crudo a la empresa con la cual suscribió la opción.

Por otra parte, una empresa que se dedica a la producción y refinación de aceites comestibles quiere comprar *calls* de girasol para garantizar que su producto no tenga oscilaciones de precios. La empresa cree que el clima y otros factores que contribuyen a la caída de los precios del girasol podrían afectar al mercado de aceites comestibles.

A su vez, se quiere obtener una protección sobre los precios elevados, sin que tenga en ese momento que comprar girasol. Se puede lograr ese objetivo con la compra de *calls* de girasol a precios bajos, que son los que tiene ese producto en ese momento.

En el caso de que los precios de aceites comestibles caigan, la opción de compra de girasol no será ejercida por la empresa productora de aceites comestibles. En cambio, si los precios de los aceites comestibles suben, la empresa en ese caso ejercerá las opciones de compra sobre ese activo subyacente.

Cabe señalar que en cualquiera de los dos ejemplos señalados, la opción puede cumplirse por medio de la entrega del activo subyacente o si se pactó la liquidación por diferencias (*cash settlement*) (25), el emisor deberá entregar al tomador en la moneda estipulada en el contrato la suma equivalente a la diferencia entre el precio de cotización del activo subyacente en el mercado *spot* del día de ejercicio y el precio de ejercicio.

(23) "Aquellas opciones que pueden ser ejercidas sólo en el momento del vencimiento reciben el nombre de opciones europeas, pero si pueden ejercer, además, antes de dicha fecha se denominan opciones americanas". DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCA-REÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan, ob. cit. p. 128.

(24) LAMOTHE FERNANDEZ, Prosper, ob. cit., p. 3 y 4.

(25) Es dable resaltar la problemática que ha suscitado la legalidad de los contratos diferenciales desde la época de la sanción del viejo Código de Comercio. En tal sentido, Siburu expresaba al respecto que "Hay quienes sostienen la necesidad de prohibir en absoluto los contratos diferenciales, permitiendo siempre la excepción de juego: otros, por el contrario, opinan que conviene más permitirlos. Entre estas dos opiniones extremas se interpone la de las Cortes de Ape-

laciones francesas, que interpretando la ley de 28 de Marzo de 1885, han admitido la excepción de juego cuando en el contrato se conviene ab initio en que los compromisos se resuelvan por el solo pago de las diferencias, y la han rechazado cuando desde el primer momento las obligaciones contraídas son las de entregar la cosa y el precio, aun cuando en la época de la liquidación se convenga en el pago de la diferencia. Esta jurisprudencia de las Cortes de Apelación ha sido recientemente desvirtuada por fallos de la Corte de Casación, que declaran inadmisibles la excepción de juego en cualquier compraventa a término". SIBURU, Juan B., "Comentario del Código de Comercio Argentino", t. II, p. 358, Félix Lajouane y Cía Editores, ed. 1905 Buenos Aires.

Respecto del mecanismo de liquidación por diferencias es necesario recordar lo dispuesto por el art. 25 de la ley 17.811 (Adla, XXVIII-B, 1979) que establece: "Las operaciones de bolsa deben concertarse para ser cumplidas. Las partes no pueden sustraerse a su cumplimiento invocando que tuvieron intención de liquidarlas mediante el pago de la diferencia entre los precios que se registraron al tiempo de la concertación y al de la ejecución". Ello conllevaría a que si en el contrato de opción existe una previsión expresa acerca de que el cumplimiento debe efectuarse por medio de la entrega física del activo subyacente, la parte que se encuentra obligada (el emisor) no puede cumplir a través de la liquidación de diferencias. No obstante, consideramos que nada obsta a que las partes en el momento de la negociación del contrato de opción pacten que el cumplimiento de la operación se efectuará a través del mencionado mecanismo.

### III. 4. Swaps

El contrato de *swap* es un acuerdo bilateral, oneroso, conmutativo y aleatorio por medio del cual las partes se obligan a intercambiar flujos monetarios en intervalos específicos durante un período de tiempo, tomando como base para el cálculo de las prestaciones debidas el precio de un activo o índice sobre un valor referencial inicial (*notional amount*).

En la doctrina nacional, se los ha definido como "el contrato en virtud del cual dos partes acuerdan intercambiar pagos de sumas de dinero (flujos de fondos) calculados sobre diferentes bases, a lo largo de un período de tiempo y con una periodicidad determinada. Al efecto de calcular los montos de dinero a ser intercambiados se aplican distintos criterios sobre un valor notional, es decir, un concepto ideal y no una cantidad real de dinero" (26).

En términos generales, el *swap* es una transacción financiera en la que dos partes contractuales acuerdan cambiar flujos monetarios en el tiempo, cuyo objetivo consiste en mitigar las conse-

cuencias derivadas de las oscilaciones de los precios de las divisas y tasas de interés (27).

En principio, un contrato *swap* podría realizarse para intercambiar cualquier cosa. Sin embargo, en la práctica, la mayoría de los contratos *swap* implican el intercambio de rendimientos de *commodities*, divisas o valores (28).

Esta modalidad contractual se asemeja a las opciones negociadas en los mercados financieros, puesto que se utiliza el mecanismo de liquidación por diferencias (29), es decir, la parte que resulte con un mayor importe a pagar abonará a la otra el exceso sobre ella.

Básicamente un *swap* es un contrato que facilita la cobertura de riesgos de tasas de interés, tipos de cambio, entre otros. Sin embargo, este tipo de operaciones trae aparejada la asunción de las partes contratantes de los siguientes riesgos:

a) Riesgo de crédito: probabilidad de incumplimiento de los términos del acuerdo *swap*;

b) Riesgo de mercado o sistemático: se debe a la incertidumbre que acompaña a los movimientos de los tipos de interés. A mayor plazo del *swap*, mayor riesgo;

c) Riesgo de desacuerdo: se refiere a las dificultades asociadas a que ciertos términos de planteamiento del contrato *swap* estén equivocados (30).

d) Riesgo legal: es aquel asumido por las contrapartes ante la posibilidad de que un contrato de *swap* no pueda ser cumplido.

Entre los factores que contribuyen a la existencia de riesgo legal podemos mencionar la existencia de operaciones que no se encuentren adecuadamente documentadas; la incapacidad para contratar de una de las contrapartes (31); la declaración de nulidad del contrato por decisión judicial.

(26) MALUMIAN, Nicolás, "Los Swaps y los Contratos Derivados", ED, 186-1163.

(27) DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PEREZ-INIGO, Juan, ob. cit. p. 291.

(28) BODIE, Zvi y MERTON, Robert C., "Finanzas", Prentice Hall, primera edición revisada 2003, p. 290.

(29) Con respecto al mecanismo de liquidación por diferencias se presentan inconvenientes en Argenti-

na en el caso de que una de las partes de un contrato de *swap* se encuentre dentro de un proceso de quiebra, debido a que la ley 24. 522 prohíbe la utilización de este mecanismo.

(30) DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PEREZ-INIGO Juan, ob. cit. p. 302.

(31) En la jurisprudencia inglesa se encuentra el caso de "Hazzel v. The Council of the London Borough Of Hammersmith and Fulham and Others", en el cual

En los mercados de derivados se distingue entre *swap* de divisas (*currency swap*) y *swap* de tasa de interés (*interest rate swap*). El *swap* de divisas consiste en un acuerdo por medio del cual las partes convienen en efectuar el intercambio del principal o capital en diferentes monedas, dentro de un plazo determinado de tiempo, fijando un tipo de cambio determinado al inicio del mismo. Durante la vida del contrato las partes pagan los intereses correspondientes a las divisas intercambiadas y en la fecha de vencimiento se produce el reintercambio del principal o capital.

Supongamos que una empresa tiene un negocio de software de computadoras en Estados Unidos y que una compañía alemana quiere adquirir los derechos para producir y vender el software en Alemania. La compañía alemana acuerda pagarle 100.000 euros cada año durante los próximos diez años por esos derechos.

Si la empresa americana desea cubrir el riesgo de fluctuaciones del valor en dólares de su serie esperada de ingresos (debido a variaciones en el tipo de cambio dólar/euro), puede suscribir un *swap* de divisas para intercambiar una serie futura de euros por una serie futura de dólares a un conjunto de tipos de cambio determinados al inicio de contrato.

Este tipo de *swap* en el que se transfiere el principal aprovechando las ventajas relativas de que dispone cada prestatario en el mercado primario en el que emite, consta de las siguientes características (32):

- \* No hay nacimiento de fondos
- \* Rompe las barreras de entrada en los mercados internacionales.

este Consejo en la década de 1980 había contratado aproximadamente 600 *swap* y otros derivados. El hecho de haberse producido un movimiento adverso en la tasa de interés, produjo pérdidas significativas para las municipalidades de Hammersmith y Fulham. En consecuencia, se efectuó una auditoría que emitió un dictamen sosteniendo que los *swaps* celebrados por las municipalidades locales eran ilegales debido a que las autoridades no tenían capacidad para celebrar esos contratos. El sustento de este argumento era que el Parlamento no había autorizado formalmente a las autoridades locales realizar operaciones financieras con *swaps*. En mayo de 1989 un tribunal local resolvió que las transacciones eran

\* Involucra a partes cuyo principal es de la misma cuantía.

\* El coste de servicio resulta menor que sin la operación *swap*.

\* Tiene forma contractual, que obliga al pago de los intereses recíprocos.

\* Retienen la liquidez de la obligación.

\* Se suele realizar a través de intermediarios.

El *swap* de tasa de interés es el contrato celebrado entre dos partes, en virtud del cual cada una de ellas acuerda pagar a la otra, en determinadas fechas previamente acordadas, un monto calculado por referencia al interés devengado en cierto período sobre un monto principal imputado; cada una de ellas efectuando los pagos de interés sobre bases diferentes(33). Por ejemplo, un tomador de un crédito a tasa de interés fija pero con un flujo de ingresos que se adapte más fácilmente a una tasa de interés variable (ej: un banco) puede celebrar un contrato de *swap* con otra parte que ha tomado un crédito a tasa variable pero que prefiere una tasa fija (ej: una industria).

Es decir que, en el *swap* de tasa de interés, se asiste al cambio, a una o más fechas de corte predeterminadas, de una suma de dinero calculada tomando en consideración dos parámetros diferentes conformados por dos tasas de interés distintas, respecto de un único capital de referencia que no es objeto del mencionado cambio.

Por regla general, en este tipo de *swap*, el pago se efectúa sobre su base neta, o sea que se liquida sólo por la diferencia (positiva o negativa) a través de un único pago en la fecha de corte predeterminada en el contrato. Este mecanismo de compensación es conocido como neteo (*netting*).

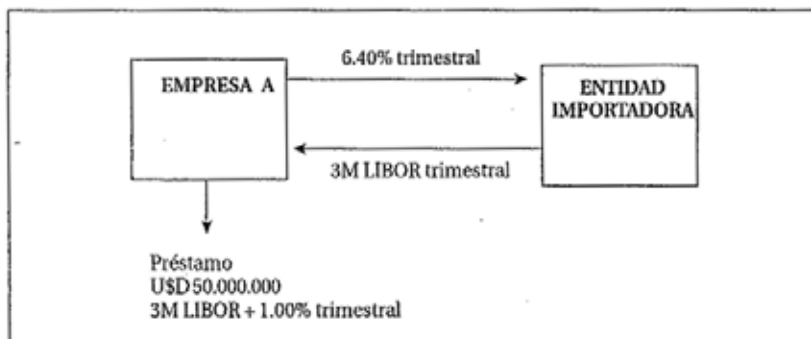
inválidas. Posteriormente esa decisión fue revocada por la Cámara de Apelaciones. Y finalmente en enero de 1991, la Cámara de los Lores resolvió que las autoridades locales no tenían capacidad para celebrar contratos de *swaps*.

(32) DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan, ob. cit. p. 347.

(33) CABANELLAS, Guillermo (h.) y MONTES DE OCA, Angel. "Aspectos legales e impositivos de las operaciones de *swaps* y otras operaciones relacionadas". Revista de Derecho Bancario y Financiero. Mayo-Agosto 1992, p. 333.

En los mercados de derivados el *swap* de tasa de interés más negociado es el denominado *plan vanilla*, por el cual las partes intercambian flujos de tasa de interés fijas por una tasa variable o flotante de una misma moneda sobre la base de un capital notional constante. Por medio de este contrato es posible cambiar la estructura de tasa de interés de un endeudamiento o de una inversión.

Supongamos que una empresa A tomó un préstamo en el mercado financiero por 50.000.000 millones de dólares a una tasa variable y desearía tener que pagar sus obligaciones a una tasa fija, obteniendo certidumbre respecto de su costo de endeudamiento. En tal supuesto, la empresa A celebraría un *swap* de tasa de interés por un plazo de tres años con una entidad financiera para convertir el pago de su deuda a tasa variable en una deuda a tasa fija.



En este caso la empresa A pagaría por los próximos tres años un interés fijo de 7.40% trimestral a la entidad financiera, debido a que la suma de la tasa del *swap* (6.40%) se le adiciona un *spread* dado por el riesgo crediticio de la empresa (1.00%).

Por su parte, el *swap* de *commodities* consiste en un acuerdo por el cual dos partes se comprometen a intercambiar un determinado *commodity* por un período de tiempo, tomando en consideración un precio predeterminado, sin que haya entrega física del mismo.

En la doctrina nacional, Gotlib sostiene que el típico *swap* de mercaderías es una variación de la modalidad más simple de *swap* de tasa de interés. La diferencia estriba en que el índice utilizado para el pago de la tasa flotante no es una tasa de interés flotante como la *Prime* o *Libor*, sino el precio de un bien o índice de bienes (34).

Otra de las innovaciones de instrumentos derivados son las *swaptions*, que fueron creadas a mediados de la década de 1980 en los Estados Unidos, constituyéndose en una novedosa mo-

dalidad contractual que implica la coexistencia de una opción y un *swap*.

Se la define como aquella opción que otorga, al titular de ella (el comprador), el derecho de formalizar con el vendedor de la opción un determinado contrato de *swap*. Al inicio del período de la opción, el comprador de ella paga al vendedor una prima por la opción otorgada (35).

Cabe mencionar que el crecimiento del mercado *over the counter* de *swaps* se debe en gran medida a la existencia de bancos u otros actores financieros que han venido actuando de intermediarios. Estos participan en este tipo de transacciones como *dealers*, ya sea por su propia cuenta, o como *brokers*, facilitando el crecimiento del mercado, apoyando activamente la estandarización de las operaciones de *swaps* y estableciendo reglas de conducta claras aplicables a los actores del mercado.

Dentro de estas actividades el ISDA (*International Swaps Dealers Association, Inc*) ha cumplido una tarea fundamental en la innovación, desarrollo y crecimiento de los contratos de *swaps*. Esta institución ha diseñado un contrato marco que se utiliza

(34) GOTLIB, Gabriel, "Nuevos Instrumentos financieros", Valletta Ediciones, Buenos Aires, 1996, p. 188.

(35) CABANELLAS (h.), Guillermo y MONTES DE OCA, Angel, ob. cit., p. 336.

en el mundo entero para las operaciones de derivados. Este contrato marco (el cual se compone de diversos apéndices, anexos y confirmaciones), es un instrumento que provee la estructura legal para las partes que deseen celebrar una serie de transacciones basadas en operaciones con derivados.

A grandes rasgos, las cláusulas del contrato marco definen términos claves como por ejemplo el monto notional y especifican las obligaciones de las partes, como las consecuencias derivadas de los incumplimientos, resolución de las disputas y margen de riesgo asumido por las partes, declaraciones y garantías, causales de resolución, moneda de pago, notificaciones, ley aplicable y jurisdicción, etc.

#### IV. Corolario

Los contratos derivados constituyen herramientas fundamentales en estos tiempos, donde

el incremento de la volatilidad en el comercio de activos físicos y financieros, como así también el flujo de capitales entre distintos países, provoca un aumento significativo en el riesgo financiero asumido por las empresas en el marco de su actividad.

En nuestro país todavía no existe un marco legal acorde con los estándares internacionales para que se produzca una utilización masiva de estos productos financieros tanto en mercados organizados, como en los mercados *over the counter*.

Por último, hemos tratado de brindar una explicación práctica de cómo se instrumentan jurídicamente los contratos derivados en los mercados internacionales y analizar brevemente alguna de las problemáticas de la operatoria en la República Argentina.