

Doctrina**CONTRATOS Y OPERACIONES QUE PUEDEN CELEBRARSE EN LOS MERCADOS DE CAPITALES****Jorge F. FUSHIMI**

Publicado en Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (DSCE) BOLETÍN: XXXII Marzo 2020 Cita digital: EOLDC100970A

Resumen: Análisis de operaciones y transacciones usuales en el mercado, partiendo de conceptos y definiciones de la ley 27440, ampliada con la opinión de los diversos juristas expertos en la materia.

Palabras claves: Mercado de capitales – Transacciones usuales.

Abstract: Analysis of usual operations and transactions in the market, based on concepts and definitions of Law 27440, expanded with the opinion of the various legal experts in the field.

Key words: Capital market - Usual transactions.

I- INTRODUCCIÓN

Si bien las operaciones usuales en el mercado de capitales son las compraventas de títulos cotizables y otros valores negociables, no son estas las únicas que pueden celebrarse. Por tal motivo, analizamos algunas de las operaciones y transacciones usuales en el mercado, partiendo de conceptos y definiciones de la ley 27440, ampliada con la opinión de los diversos juristas expertos en la materia. En algunos de los casos, utilizaremos ejemplos para una mejor comprensión de lo explicado. La ley de financiamiento productivo de impulso al financiamiento de pymes (L. 27440), en su Título VIII, introduce diversos conceptos para definir operaciones del mercado de capitales menos conocidas por el público y cuya difusión consideramos esencial para cumplir con el primero de los objetivos de la ley de mercado de capitales 26831 (en adelante LMC), esto es: *“Promover la participación en el mercado de capitales de inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo”*. Quizás uno de los principales obstáculos que encuentra el mercado de capitales sea, precisamente, la falta de información suficiente acerca de las opciones que existen para realizar diversas operaciones financieras que pueden constituir herramientas esenciales para la financiación de la pyme.

II- ¿QUÉ SON LOS MERCADOS DE CAPITALES?

El concepto genérico de mercado financiero es amplio. El mismo, desde un punto de vista económico, hace referencia al punto de encuentro entre la oferta y la demanda de capitales, en particular si lo graficamos en un eje de coordenadas cartesianas. No nos referimos a un lugar físico de encuentro, sino a la sumatoria de transacciones de oferta y demanda de capital en una economía. Habitualmente, las personas (humanas, jurídicas) obtienen ganancias que no son consumidas (excedentes financieros) y -por lo tanto- se ahorran. El ahorro puede ser atesorado sin mayores efectos en la economía, pero también puede ser invertido, colocándolo en diversas instituciones

que intermedian entre los oferentes de capital y quienes tienen necesidad de él para financiar sus actividades. Pueden ser demandantes de capitales tanto el Estado (en sus tres niveles: federal, provincial o municipal) y sus entidades autárquicas, como el sector privado (personas humanas y personas jurídicas, sean como consumidores o como actividad empresarial).

El mercado financiero, en general, se divide en dos grandes subsistemas: *el sistema bancario*, en el cual las entidades bancarias o financieras intermedian en la oferta y demanda de dinero, tomando fondos a cambio del pago de una tasa de interés y prestándolos a los demandantes financieros a cambio de una tasa mayor. La ganancia de la entidad financiera está en el “spread” estricto, donde los ahorristas colocan sus excedentes financieros para que -a través de los operadores bursátiles (hoy, agentes de corretaje, según LMC)- se ofrezcan a los demandantes de dinero. En los mercados bursátiles, las empresas emiten títulos representativos de su capital social (acciones), o títulos de deuda de corto, mediano o largo plazo, que son colocados y negociados en forma masiva. No son los únicos mercados financieros: también incluimos en el concepto (aunque no los tratamos) al mercado de cambio de divisas (mercado cambiario), al mercado de *commodities*, a los mercados de futuros, etc.

En este trabajo trataremos, concretamente, sobre operaciones que se realizan en el denominado mercado de valores o mercado de capitales, refiriéndonos al lugar de intercambio de diversas clases de títulos valores representativos de capital o de deuda (pública o privada) y otras clases de títulos valores (como pagarés bursátiles, cheques de pago diferido, etc.), previamente autorizados por la autoridad de contralor y emitidos por entidades también autorizadas por dicha autoridad, y que también se realizan en los mercados no regulados (*Over the Counter* u OTC, por sus siglas en inglés).

III- INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

Los derivados o instrumentos financieros derivados, en los términos de la ley 27440, son contratos sujetos a la ley y jurisdicción argentina o extranjera y celebrados bajo acuerdos marco, individuales y/o bajo los términos y condiciones establecidos por el mercado en el que se concierten, en los cuales sus términos y condiciones, incluyendo precio, cantidad, garantías y plazo, derivan o dependen de un activo o producto subyacente, los que pueden consistir, a modo enunciativo, en:

- A) activos financieros, tasas de interés o índices financieros,
- B) valores negociables y/o
- C) activos no financieros (incluyendo a modo enunciativo cereales, minerales, alimentos, inmobiliarios), que se pueden celebrar y/o negociar en mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores o fuera de los mismos y que incluyen a modo enunciativo:
 - i. los contratos a término (denominados en idioma inglés *forwards*),
 - ii. los contratos de futuros (denominados en idioma inglés *futures*),
 - iii. los contratos de opciones (denominados en idioma inglés *options*),
 - iv. los contratos de intercambios (denominados en idioma inglés *swaps*) y
 - v. los derivados de crédito (incluyendo los denominados en idioma inglés *credit default swaps*) y/o una combinación de todos o alguno de ellos.

III - 1. Análisis de los instrumentos financieros derivados

Desde las Ciencias Económicas se nos explica que *“los derivados financieros se definen, con carácter general, como instrumentos cuyo precio está vinculado o es función de la cotización de otro u otros instrumentos denominados ‘activos subyacentes’.* Estos últimos pueden ser acciones, índices bursátiles, tipos de interés, deuda, materias primas, etc.”¹⁶. Una definición técnica nos la da el Banco Central de Chile¹⁷: *“Los Instrumentos Financieros Derivados (IFD) son instrumentos financieros o contratos cuyo valor se basa en el precio de otro activo -acciones, índices, valores de renta fija, tasas de interés, tipos de cambios o también materias primas- y que se caracterizan por fijar una fecha de liquidación futura, la que en algunos casos (opciones) puede o no ser ejercida. Su cotización puede realizarse en mercados organizados (bolsas) o no organizados (OTC)”.*

Así, pues, tendremos:

- i. Derivados de tipos de interés.
- ii. Derivados de renta fija.
- iii. Derivados de renta variable.
- iv. Derivados de divisas.
- v. Derivados sobre acciones.
- vi. Derivados sobre materias primas o *commodities*.
- vii. Derivados de crédito.

Otra definición, desde el Derecho, es la que brinda Eugenio A. Bruno¹⁸, quien explica que *“los instrumentos derivados consisten en contratos financieros cuyas condiciones de pago se encuentran determinadas por el valor de una transacción (o activo) subyacente. De allí se entiende el nombre de ‘derivados’, ya que su valor se ‘deriva’ de dicho activo subyacente e incluyen materias primas, comoditas, tasas de interés, índices, entre otros”.*

La jurisprudencia nacional¹⁹ ha definido a los contratos derivados de la siguiente manera: *“Los contratos a término (o forwards) -que, como los ‘futuros’, opciones y swaps pertenecen al género ‘contratos de derivados’- son convenios bilaterales, consensuales 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 preestablecido desde el comienzo. Se trata de contratos aleatorios, ya que ‘sus ventajas o pérdidas para ambas partes contratantes, o solamente para una de ellas, dependen de un acontecimiento incierto’ (art. 2051, CC)”.*

16 Arguedas Sanz, Raquel y González Arias, Julio: “Finanzas empresariales” - Ed. Universitaria Ramón Areces - Madrid 2016 - pág. 358

17 https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/Metodologias/SE/BDP/CF_Derivados.pdf

18 Bruno, Eugenio A.: “El nuevo régimen de derivados financieros”, en Bruno, Eugenio A. (Dir.): “Reformas del mercado de capitales ley 27440 (obra colectiva)” - LL - Bs. As. - 2018 - pág. 103

19 “Johnson & Johnson de Arge ntina SACI c/Citibank NA Sucursal Buenos Aires” - CNCom. - Sala A - 6/2/2007 - Cita digital EOLJU113980A

III - 1.1. Contratos a término o forwards (instrumentos derivados a término) y contratos a futuro (instrumentos derivados a futuro o futures)

III - 1.1.1. Contratos a futuro en general

Miguel Raspall²⁰ explica que “los contratos de futuros son aquellos en los cuales las partes se comprometen a cumplir -a futuro- con la entrega de algún activo por un precio preestablecido o variable”. En los contratos de futuro tradicionales, existe un comprador y un vendedor (de bienes, de instrumentos financieros, de mercancías de los cuales se “deriva” su valor, de allí que sean instrumentos derivados) que celebran hoy la transacción, pero a cumplirse en un plazo determinado: es decir, el vendedor se obliga a entregar en la fecha pactada aquello que se vendió y el comprador, a aceptar pagar un precio que ha sido fijado en la actualidad. Es una operación diferida en el tiempo, pero con un precio pactado hoy. Ese precio, en general, es el precio actual del bien, pero con los componentes financieros que implican el pago en un plazo determinado. Es decir, no se “anticipan” precios, sino que se trabaja con los precios actuales y se le agrega el interés y el riesgo inherente a la operación.

Ambas partes toman riesgos (de allí que se diga que estos contratos son aleatorios²¹) por cuanto, a la fecha del pago, el precio real de la cosa puede ser superior o inferior al pactado oportunamente. Si el precio pactado es menor al precio real, la ganancia la asume el comprador, mientras que, si el precio pactado es mayor que el precio real, la ganancia recae en el vendedor. Sin embargo, para las partes involucradas, el riesgo puede ser tolerable en la medida que la venta a futuro puede asegurar la colocación de una producción futura (como una cosecha). Por el contrario, si la producción futura fuese menor a la esperada, el vendedor sufrirá perjuicios porque deberá asegurar al comprador las cantidades comprometidas, en cuyo caso deberá salir al mercado a adquirir los bienes necesarios. O bien puede contratar seguros u otras formas de cobertura que le aseguren el cabal cumplimiento de la obligación asumida y que ha sido diferida en el tiempo.

III - 1.1.2. Instrumentos financieros derivados a término (o a plazo) o forwards

Los denominados forwards son contratos a futuro pero que se caracterizan por ser celebrados directamente entre las partes intervinientes, sin necesidad de la intervención de un mercado de capitales, celebrado “a la medida” de las partes intervinientes, y -salvo las que mutuamente pudieran pactar en forma particular las partes- carecen de garantías. Por eso se dice que estos contratos se negocian en el mercado OTC, tal como lo expresa la definición dada más arriba, del Banco Central de Chile. Por su parte, el artículo 189, inciso c), de la ley 27440 establece que los forwards podrán ser oponibles a terceros, en la medida que fueran registrados conformes las normas de la CNV, en cuyo caso dicho organismo exigirá formalidades registrales para este tipo de derivados. A los efectos establecidos en la ley, los contratos serán oponibles a terceros y tendrán fecha cierta desde la fecha de su registro.

20 Raspall, Miguel A.: “Contratos del mercado de capitales frente a los concursos” - Diario La Ley - 1/8/2018, 1; LL - 2018-D, 688

21 Las obligaciones emanadas de estos contratos tienen por causa-fin -entendida como “el propósito o designio que ha movido a las partes para constituir la obligación” (conf. Llambías: “Tratado de Derecho Civil. Obligaciones” - T. 1 - Ed. Perrot - Bs. As. - 1973 - pág. 61)- la distribución del riesgo inherente a la evolución de determinada variable subyacente. En concreto, una de las partes asume el riesgo de que se trate a cambio del pago de un precio (prima) o, a la inversa, una parte paga un precio por trasladar ese riesgo a su contraparte. “Johnson & Johnson de Argentina SACI c/Citibank NA Sucursal Buenos Aires” - CNCom. - Sala A - 6/2/2007 - Cita digital EOLJU113980A

III - 1.1.3. Instrumentos derivados a futuro (o futures)

Son también contratos derivados y a futuro, pero se diferencian de los *forwards* (o contratos a término o a plazo) en que son contratos estandarizados, por lo que las partes carecen de la misma libertad de contratación que en los *forwards* y prácticamente se pueden considerar de adhesión, por cuanto las cláusulas están predispuestas. Los contratos de futuro son celebrados en el marco de mercados de capitales formales y por ello son susceptibles de cotización bursátil. A diferencia de las operaciones de *forwards*, los *futures* están garantizados al actuar la cámara compensadora. Recordamos que el artículo 2 de la LMC define a las cámaras compensadoras como sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, cuyo objeto social consista en la liquidación y compensación de las operaciones autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, cumpliendo el rol de contraparte central y pudiendo desarrollar actividades afines y complementarias al mismo. En los contratos de futuros, los compradores no pactan directamente con los vendedores (como sí ocurre en los contratos a término o *forwards*), sino con la cámara compensadora. Lo mismo ocurre con los vendedores que operan a través de la cámara compensadora (de allí que se diga que cumple el rol de contraparte central). Por su parte, fija diariamente las garantías por operaciones abiertas, liquida diariamente las pérdidas y ganancias y liquida los contratos al vencimiento, pagando por los productos vendidos o entregándolos. Para no incurrir en pérdidas, exige a los operadores un depósito de garantía que está relacionado con el número y tipo de contratos celebrados.

III - 1.2. Los contratos de opciones (options)

Los contratos de opciones también son contratos derivados. La opción es un contrato entre dos inversores que consiste en otorgar a una de las partes el derecho de comprar o vender un activo en un plazo determinado y a un precio previamente pactado.

En este contrato, hay un “vendedor” o “lanzador” que ofrece opciones de compra o de venta, y hay un “comprador” o “tomador” que toma una opción u otra y adquiere el derecho (nunca la obligación) de ejercer -o no- la opción adquirida. Es fundamental comprender que puede haber una opción de compra (a la que se denomina *call* en inglés) o puede haber una opción de venta (a la que se denomina en inglés: *put*). El comprador o tomador de la opción debe pagar una prima (prima de la opción) para adquirir el derecho a ejercer la opción.

La opción de compra (call)

Da el derecho al comprador de la opción de comprar el activo subyacente (y el vendedor de la opción está obligado a venderlo) al precio que indique la opción en una fecha fija (modalidad europea) o en cualquier momento (modalidad americana). Por ejemplo, un vendedor lanza una opción de compra de acciones de la compañía “X” a \$ 100 cada una a una fecha determinada (modalidad europea). Para ello, paga una prima de \$ 5. Al llegar a la fecha pactada, la cotización de la acción está en \$ 115, por lo que ejerce la opción de comprar las acciones a \$ 100, ya que de inmediato podrá venderlas al precio de mercado y obtener una ganancia de

\$ 15.00 por la opción, a la cual -para determinar su beneficio neto- deberá restar el precio de la prima abonada. El vendedor está obligado a vender las acciones comprometidas en la opción. Para este inversor, habrá una pérdida nominal (debe vender a \$ 100 cuando el mercado cotiza a \$ 115), pero obtiene una ganancia por la prima percibida. Si, en cambio, el precio de mercado fuese de \$ 90,00, el tomador de la opción no ejerce la opción (ya que no le conviene comprar a \$ 100 aquello que en el mercado vale \$ 90) y el contrato queda extinguido. El comprador no pierde nada más que la prima abonada y esta prima representa la ganancia del vendedor.

Opción de venta (put)

Da el derecho al comprador de la opción de vender el activo subyacente (y el vendedor de la opción está obligado a comprarlo) al precio que indique la opción, sea en una fecha fija (modalidad europea) o variable (modalidad americana). Supongamos que el vendedor lanza una opción de venta sobre acciones de la sociedad "Y" por \$ 100 y, para ello, el tomador paga una prima de la opción de \$ 5. Al llegar la fecha de ejercer la opción (determinada si fuese modalidad europea o, en cualquier momento, si se tratase de una modalidad americana), supongamos que la cotización de la acción fuese de \$ 120, en cuyo caso el tomador decide no ejercer la opción de venta y no vende las acciones, ya que solo recibiría \$ 100, cuando el precio de mercado es mayor. En este caso, el tomador tiene la pérdida de la prima, que será la ganancia del lanzador de la opción. En el caso de que el precio en el mercado fuese de \$ 85, el tomador de la opción ejercerá la opción de venta y el vendedor lanzador estará obligado a comprar las acciones a \$ 100, con lo que el tomador obtendrá una ganancia de \$ 15 a la que habrá que restar el valor de la prima abonada.

Los contratos de opciones también son estandarizados y se negocian a través de mercados de capitales organizados.

III - 1.3. Contratos de intercambios (o swaps)

Los contratos de intercambio o permuta financiera (en la literatura española) o swaps son contratos financieros derivados en virtud de los cuales las partes se comprometen a intercambiar flujos de fondo o flujos de pago, de modo tal que una de las partes se compromete a pagar durante un lapso determinado una serie de flujos monetarios, con la periodicidad pactada, a cambio de recibir otra serie de flujos de la otra parte. Se ha dicho que²² *"el objetivo de esta clase de operaciones es intercambiar con la contraparte la exposición a un riesgo específico (moneda, tasa de interés, rendimiento de un título, incumplimiento de un emisor) por un monto determinable en el futuro en función de un valor notional o de referencia establecido por las partes"*.

Los *swaps* son contratos celebrados a medida, es decir, no estandarizados, personalizados y se negocian entre particulares en mercados no formales u OTC.

Existen dos clases de contratos de intercambio financiero:

- Los *swaps* de tipos de interés.
- Los *swaps* de divisas.

Se ha dicho²³ que la finalidad económica del contrato es *"mejorar la performance financiera de la empresa, ya que estructura (o protege) los riesgos que pueden sufrir ciertos pasivos financieros fruto de las fluctuaciones del mercado. Las necesidades de cobertura (de ambas partes) en un contrato de swap se complementan. La finalidad especulativa no tiene entidad suficiente para caracterizar esta forma contractual como un contrato de apuesta, más allá de su natural aleatoriedad"*.

Intercambio financiero de tipos de interés

Las partes asumen la obligación recíproca de hacerse pagos periódicos sobre un mismo capital, durante un tiempo determinado, a tasas de interés diferentes y plazos de pago que pueden ser iguales o diferentes. Estos contratos se celebran, siempre, en la misma moneda. Existen dos

22 Gerscovich, Carlos G. y Vázquez Acuña, Martín G.: "Instrumentos derivados. Futuros forwards, opciones y swaps" - Ed. Abeledo Perrot - Bs. As. - 2008 - pág. 38

23 Molina Sandoval, Carlos A.: "El contrato swap y sus derivaciones impositivas" - 5/6/2007

modalidades de swap de tipos de interés:

- Fijo contra variable (*coupon swap*): según el cual una de las partes asume la obligación de pagar el capital fijado a una tasa de interés fija a cambio de recibir de la contraparte el mismo capital a una tasa de interés variable.

- Variable contra variable (*basis swap*): según el cual ambas partes intercambian flujos de pagos pactados a tasa variable diferentes, o bien con forma de cálculo diferente.

Ambas modalidades se caracterizan por que las partes están asumiendo un riesgo financiero, pero les resulta conveniente, por diversas razones, emplear una u otra tasa.

Ejemplo: Una empresa "A" acuerda, luego de un procedimiento arbitral que perdió, que abonará un capital de \$ 10.000.000,00 y lo hará en cuotas mensuales durante 2 años a la tasa pasiva para uso judicial que publica el BCRA (tasa variable diariamente) más un 2% mensual. Así, tendremos un flujo de pagos con interés pasivo. Otra empresa, "B", va a tomar otro préstamo también de \$ 10.000.000, a pagar en 2 años, a razón del 4,5% mensual. La empresa "B" asume así una obligación de pagar un flujo de pagos con interés fijo. Pero la sociedad "A" necesita disponer de flujos de fondos estables y previsibles, mientras que a "B" le resultaría más útil abonar a través de la tasa pasiva, ya que sus ingresos también están supeditados a la variabilidad de la tasa de interés, lo que le permite absorber mejor el impacto de la variabilidad. Por tal motivo, las partes pueden acordar intercambiar sus flujos financieros por el monto indicado y el plazo indicado, asumiendo cada uno la obligación de la otra parte.

El ejemplo no cambia, si ambas partes asumen tasas variables diferentes, cuyo comportamiento no pueden predecir (ej.: tasa Libor vs. tasa Euribor). En cambio, resulta absurdo pensar en la modalidad "fijo contra fijo", ya que nadie aceptaría pagar una tasa fija mayor a la que se pactó, y cambiar dos flujos de fondos a la misma tasa fija carece de sentido lógico.

Intercambio financiero de divisas (swap de divisas)

En esta modalidad, las partes asumen la obligación recíproca de abonar, durante un plazo determinado, en fechas determinadas, sendos flujos de fondos en divisas diferentes sobre un mismo valor nominal, con tipos de interés diferentes.

Ejemplo (asumiendo una economía estable, sin inflación): la sociedad argentina "M" desea realizar inversiones en Brasil por (asumamos una relación de cambio de \$ 15 por 1 R\$) el equivalente a un millón de reales (R\$ 1.000.000,00, lo que equivale a \$ 15.000.000). El empresario argentino recurre a su banco y le ofrecen dos líneas de préstamo: en pesos al 5,5% anual y en reales al 6% anual. A su vez, la sociedad brasileña "B" también pretende invertir en Argentina por un valor igual. El banco brasileño ofrece a la sociedad "B" financiarle su requerimiento en pesos al 6,25% anual y en reales al 4,5% anual. Ambas compañías, entonces, acuerdan mutuamente en tomar los préstamos respectivos a su moneda de origen, ya que a cada uno le resulta más conveniente. Entonces "A" tomará el préstamo en pesos al 5,5% anual y "B" tomará el préstamo en reales al 4,5% anual. Pero "A" necesita los reales y "B" necesita los pesos. Entonces intercambiarán los flujos, de tal manera que "A" terminará pagando en reales un 4,5% (menos que el 6% que le ofrecía su propio banco) y "B" terminará pagando en pesos un 5,5% (contra 6,25% que le ofrecía su banco). Así, ambas sociedades resultan beneficiadas financieramente.

El swap de divisas admite tres modalidades diferentes:

- Swap de divisas fijo contra fijo (*currency swap*).

- Swap de divisas fijo contra variable (*floating rate swap*).
- Swap de divisas variable contra variable (*cross currency coupon*).

Ello, según el tipo de divisa sea a tipo fijo o variable.

III- 1.4. Los contratos derivados de crédito (incluyendo los denominados en idioma inglés *credit default swaps*)

Los derivados de crédito tienen la finalidad de facilitar la gestión del riesgo de crédito bien transfiriéndolo a otras entidades de crédito, intermediarios financieros u otros sujetos, bien asumiendo nuevo riesgo. El objetivo de la adquisición de un derivado de crédito es reducir el riesgo, y se ha dicho que funciona como un seguro, contrato con el que tiene similitudes, ya que se trata de una cobertura de riesgos.

Son contratos personalizados que se negocian fuera de los mercados organizados (*Over the Counter* u OTC).

Como el riesgo de crédito tiene implicaciones que afectan tanto a los emisores de bonos, como a los obligacionistas y a las entidades financieras, estos serán los principales usuarios de este tipo de contratos.

Estos contratos, en general, son adquiridos por quienes han invertido en bonos que tienen algún riesgo de baja de calificación o riesgo de impago (o default). Un inversor, por caso, adquiere bonos de un estado cuya calificación crediticia es "BB", es decir que acarrea riesgos de default, pero -precisamente por la tasa de riesgo implícita- otorga una rentabilidad -digamos- del 75%. Ahora, si el inversor adquiere esos títulos, puede obtener una renta extraordinaria, pero también corre el riesgo de que se declare el *default* y pierda -total o parcialmente- su inversión o no pueda disponer de ella por un largo plazo. O puede ocurrir que su inversión pierda valor global en caso de que la calificación baje, por ejemplo, a "BC" o a "C".

Para evitar ese riesgo, recurre a una entidad que le ofrece un swap de crédito o swap crediticio o incluso un *credit default swap*. Esta entidad, a cambio de una prima -supongamos del 20%-, ofrece restituir el valor de la inversión en caso de que efectivamente el emisor de los bonos se declarara en cesación de pagos. En general, el inversor elegirá como contraparte del swap crediticio a una entidad con una buena calificación de riesgo (digamos "AAA" o "AA"). En este caso, en los hechos, el inversor -en la medida que no se declare el default- está obteniendo una renta neta del 55% (el 75% de los bonos menos la prima del 20%), pero con una inversión de bajo riesgo, atento a que se ha minimizado el riesgo de no recuperar el capital invertido.

IV- CONTRATOS U OPERACIONES DE PASE (O CONTRATO DE REPORTE O "REPO")

Los pases, siempre siguiendo a la ley 27440, son contratos sujetos a la ley y jurisdicción argentina o extranjera y celebrados mediante acuerdos marco o individuales o bajo los términos y condiciones establecidos por el mercado en el que se concierten, en los cuales se acuerde de manera simultánea:

- a) la venta o compra al contado de valores negociables y/o cualquier activo financiero y
- b) la obligación de recompra o reventa a plazo, que se pueden celebrar y/o negociar en mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores o fuera de los mismos y que incluyen, a modo enunciativo, los contratos de recompra (denominados en idioma inglés *repurchase*)

agreements).

Nuevamente, tomamos los conceptos de Raspall²⁴: *“Las operaciones de pase o ‘repo’ constituyen una modalidad de financiación común entre bancos. Es un contrato real (entrega de la cosa) mediante el cual una de las partes (el reportador) compra a la otra (reportado, quien vende) títulos valores públicos o privados, al contado, y simultáneamente convienen la operación inversa de compraventa (‘recompra’) a un plazo determinado, por un precio convenido que se denomina ‘prima’. La diferencia entre el precio de compra al contado del título y el precio de venta a término (futuro) determina la tasa de interés de la operación. El pase es un préstamo de dinero con una garantía; el título que se intercambia. A diferencia de otros préstamos con garantía, el activo de garantía (el título) cambia de propietario durante la duración del préstamo. A diferencia del swap, existe transferencia de propiedad del título ... Mientras dure el contrato de pase, el comprador (reportador) obtiene todos los beneficios que el título produzca (pagos de renta y amortizaciones)”*. El artículo 34 del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la República de Perú explica así: *“La operación de reporte bursátil de valores se define como una operación de venta con compromiso de recompra, según lo establecido en la ley de las operaciones de reporte, ley 30052. La operación de reporte bursátil de valores es aquella que comprende, en un solo acto, una venta de valores a ser liquidada dentro del plazo establecido para las operaciones al contado o a plazo, y otra simultánea compra de valores, a ser liquidada dentro del plazo pactado por la misma cantidad y especie de valores y a un precio determinado. A la sociedad vendedora en la primera venta se la denomina ‘reportado’, mientras que, a la sociedad compradora, ‘reportante’. Es característica de estas operaciones que los valores que se transfieren en propiedad queden como margen de garantía del reportante para el cumplimiento de la liquidación de la última venta a plazo en el porcentaje que establezca el directorio mediante disposiciones complementarias”*. Si bien la operación de pase o “repo” involucra dos pasos diferenciados: una compraventa de títulos, con una retroventa; en realidad, la doctrina tiende a considerarlo como un contrato autónomo, propio del derecho bursátil, y con sus propias modalidades y consecuencias jurídicas que van más allá de la mera compraventa con pacto de retroventa²⁵. Al respecto, se ha dicho²⁶: *“El reporte tiene naturaleza propia, de modo que no es asimilable a otra figura contractual”*, y por ello es que adherimos -sin entrar en un recorrido de las diversas teorías que carecen de relevancia a los fines de este trabajo- a la posición que sostiene la identidad propia de este contrato.

Los valores serán transferidos en propiedad al reportante al liquidar la venta en el plazo establecido para las operaciones al contado. Esto ha llevado a que se sostenga que es un contrato real, extremo del que no estamos absolutamente convencidos.

Los activos subyacentes son los títulos o acciones (u otros activos financieros) que garantizan la transacción.

Otra doctrina nacional²⁷ explica la operación en los siguientes términos: *“El pase o reporte es un contrato por medio del cual una parte (‘reportante’) adquiere títulos valores al contado y simultáneamente se obliga a vender a término títulos de la misma especie por un precio y en un plazo preestablecido, mientras que la otra parte (‘reportado’) se obliga en el sentido inverso, esto es, vende los títulos al contado y se obliga a comprar a término títulos de la misma especie. De*

24 Raspall, Miguel A.: “Contratos del mercado de capitales frente a los concursos” - Diario La Ley - 1/8/2018, 1; LL - 2018-D, 688

25 Cfr. Arata Delgado, Carlos E.: “Naturaleza jurídica del contrato de reporte” - Themis Revista de Derecho - N° 40 - 2000 (ejemplar dedicado a: Mercado de Valores - Edición de Aniversario) - Lima - 2000 - pág. 197

26 Escobar Rozas, Freddy: “Reflexiones en torno al contrato de reporte” - Ius Et Veritas - N° 26 - Lima - 2003 - págs. 53/66

27 Saravia Frías, Bernardo y Lucchelli, Ernesto: “Contrato de pase” - 1/1/2005; ED, 210-795

acuerdo con Vivante, se persigue una doble obligación de transferir en sentido opuesto dinero y títulos de la misma especie, entre las mismas personas, en tiempos diversos y por un precio determinado". Reservamos la definición de Raspall para el final por considerarla -aunque un poco extensa- completa y sencilla de comprender, atento a la claridad de sus elementos.

V- MÁRGENES Y GARANTÍAS

Los márgenes y garantías, según la ley 27440, son contratos sujetos a la ley y jurisdicción argentina o extranjera y celebrados mediante acuerdos marcos o individuales o según las reglamentaciones de los mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, mediante los cuales las contrapartes o terceros acuerdan la entrega de valores negociables, activos financieros, dinero, moneda que no sea de curso legal en la República Argentina y cualquier otra cosa mueble, con la finalidad de asegurar el cumplimiento de cualquier clase de obligaciones de pago y entrega bajo los derivados y pases.

Estas garantías se adoptan, en particular, en las operaciones en los mercados de valores formales y organizados, donde actúa una cámara compensadora como contraparte central en tanto estructura especializada en la contención y la gestión de riesgos de contraparte en los mercados de valores. En los mercados extrabursátiles u OTC, las garantías entre las partes deben ser brindadas de manera privada y no regulada, aunque se admite la posibilidad de que los operadores no bursátiles gestionen garantías, previo a suscribir un contrato no compensado a través de una entidad de contrapartida central²⁸.

Garantías

Los mercados de futuros, al ser garantes de las operaciones registradas, deben tomar ciertos recaudos para no poner en peligro su patrimonio social. Por eso se establece un sistema de garantías para minimizar el riesgo que implica el ser garante. Diríase que es una especie de contragarantía.

Margen

Una de las posibles garantías es el margen. El margen es una suma fija que los compradores y los vendedores de contratos de futuros deben depositar en sus cuentas para asegurar el cumplimiento del contrato, tal como explicamos más arriba. Si la operación llega a buen término, los márgenes depositados quedan sin efecto y los mercados los restituyen a los depositantes. Los márgenes pueden ser constituidos mediante la entrega de activos líquidos o fácilmente liquidables como dinero en efectivo, avales bancarios, títulos públicos, plazos fijos transferibles endosados a favor del mercado en el que se opera.

Diferencias

Son otra clase de garantías. La diferencia es la cantidad de dinero que los compradores y vendedores de contratos de futuros deben depositar cuando se produzca una variación negativa con respecto a la posición tomada en el mercado. Por ejemplo, supongamos que compramos soja mayo a U\$S 150, y que al día siguiente la soja mayo cotiza a U\$S 145. Como hay una pérdida de U\$S 5, el operador del mercado financiero deberá depositarlo en el mercado en concepto de diferencia. Si el precio de la soja mayo continúa descendiendo, tendremos que seguir depositando diferencias,

28 Cfr. Canalejas Merín, José F.: "El intercambio de garantías reales como mecanismo de gestión del riesgo de crédito de la contraparte en los mercados de derivados extrabursátiles (OTC)" - Revista de Derecho del Mercado de Valores - Nº 19 - Madrid - 2016

pero si comienza a subir, es decir, se recupera, entonces el mercado restituirá las diferencias depositadas. Las diferencias solo pueden depositarse en efectivo.

Los márgenes y diferencias son exigidas por el mercado a sus operadores autorizados, quienes son los únicos responsables del depósito de los mismos. No obstante ello, estos podrán exigir a sus clientes la reposición de las garantías depositadas en el mercado en el que operan, ya que el riesgo no es del operador (otrora agentes de bolsas y mercados), sino del cliente que encomienda la celebración del contrato pertinente.

VI- A MODO DE CONCLUSIÓN

Este es un artículo con una finalidad práctica y no tiene una intención de polemizar, sino que pretende ser didáctico, como una forma de facilitar la comprensión general del funcionamiento de contratos y operaciones en los mercados de capitales, bien sean operaciones realizadas a través de mercados regulados, o bien a través de operaciones extrabursátiles. Todas las operaciones (excepto las garantías) tienen finalidades financieras y, por lo tanto, consideramos que deberían ser difundidas y generalizadas, atento a la crisis de financiación que atraviesan de manera permanente las pymes en la Argentina. Pero también como una forma de facilitar la comprensión general de los ahorristas e inversores menos sofisticados, que no recurren a los mercados de valores, no tanto por la aversión al riesgo, como por la falta de claridad para comprender las transacciones y, muchas veces también, por los costos de transacción al ingreso y al egreso de la inversión.

El alto costo (real o percibido) está directamente relacionado con la escasez de operaciones y, en la medida que estas aumenten, las comisiones deberían tender a la baja por una cuestión de economías de escala.

Las opciones que maneja cualquier ahorrista medio en la Argentina son sumamente escasas y - en muchos casos- de baja rentabilidad (depósitos bancarios a plazo) o de muy alto riesgo (fideicomisos privados, *pools* de siembra, banca informal, etc.), y no siempre tienen por destino la financiación de operaciones productivas.

Por ello es que construimos este trabajo, que formará parte del capítulo XVII de nuestro Manual de Derecho Comercial y Contratos, editado por la Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba. La idea es que los alumnos de la carrera de Contador Público, desde los primeros años de formación, conozcan las operaciones y puedan asesorar mejor a las empresas con las que les quepa actuar.