

**Hernán Racciatti (h)**  
**Leandro Salvatierra**

## Síntesis:

Nuestro país se encuentra incerto dentro de los denominados *mercados emergentes*. Como tal y en procura de un mayor desarrollo se estimula el crecimiento de los *Mercados de Valores*. Dentro de estos mercados, y en específico en los *mercados secundarios*, existe una importante expansión de los denominados *productos derivados* (futuros y opciones), que por su trascendental utilidad económica-financiera, ocupa un lugar de privilegio en este contexto.

Sin embargo, las características de estas operaciones, exigen un sistema de garantías sólido y transparente que entre otras cosas cumpla las siguientes funciones: a) invitar al público inversor a canalizar sus ahorros en dicho ámbito, b) afianzar el cumplimiento del contrato, y c) reforzar la perdurabilidad del sistema.

Para ello, sumado a la garantía general que asume el Mercado para estas operaciones, se han creado *márgenes y reposiciones*, que actúan como garantías específicas para los futuros y opciones.

Sin embargo estas garantías, si bien resultan a priori, eficientes y efectivas, no están exentas de ser atrapadas por un síndico hábil del concurso o la quiebra de un comitente deudor e insolvente, que procure de este modo mantener la paridad entre los acreedores.

Hoy, con las nuevas figuras jurídicas incorporadas en nuestro régimen positivo, existe la posibilidad de evitar este riesgo ante la insolvencia, creando Cámaras Compensadoras, que asuman la función de fiduciarios en este tipo de operaciones, manteniendo estos fondos indemnes ante el concurso de una de la partes.

## I. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS:

### I. a. Los mercados emergentes:

No es casualidad que el presente congreso societario destine uno de los cuatro temas que convoca al estudio del mercado financiero y en particular al mercado de valores.

Esto no responde a una repentina ocurrencia de los organizadores, sino que como tradicionalmente sucede con el derecho (en especial el comercial), éste aparece para dar respuestas a los hechos que le anteceden.

Ya anticipaba Jelonche en su informe al I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa y V Congreso de Derecho Societario, desarrollado en Córdoba durante el año 1992 que desde “hace años, Guley y Shaw, dos precursores de la moderna teoría de los mercados de capitales, enunciaron la tesis de los métodos alternativos de financiación, según la cual —por diferentes causas— una modalidad se desarrolla intensivamente hasta su agotamiento, le sigue otra y así sucesivamente. Sin dudas ellos invocarían en la realidad actual una nueva comprobación empírica de sus ideas, porque **después de haber pasado por eta-**

VII Congreso Argentino de Derecho Societario,  
III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa (Buenos Aires, 1998)

**pas de preferente autofinanciación y de endeudamiento financiero directo, las empresas demandan hoy capitales en los mercados”<sup>1</sup>** (el subrayado y las negrillas nos pertenecen).

En efecto, en la actualidad los grandes emprendimientos comerciales nos demuestran que el aumento de capital por aportes de los accionistas y los préstamos bancarios (excesivamente onerosos en nuestro medio), resultan altamente insuficiente para la financiación de proyectos empresariales.

Las corporaciones argentinas en general, tienen “agotadas” sus propias provisiones o bien su crédito bancario, y por ello necesitan de una colaboración externa más “atractiva” para lograr su crecimiento. A tales efectos el ahorro público es una importante fuente de recursos, siendo el ámbito idóneo para su captación el mercado de valores.

Pero esto no es sencillo, y necesita de la presencia de una serie de condiciones básicas que permitan su desarrollo, las cuales podrían resumirse en una “adaptación al mundo globalizado”<sup>2</sup>.

El trance, el iter que se recorre de “un esquema perimido de planificación estatal a uno superior de asignación de recursos por el mercado” es lo que se ha dado llamar **mercado emergente**<sup>3</sup>.

Justamente una de las “llaves” para transitar este camino, para *emerger* con éxito, es lograr la **constitución de un mercado accionario en desarrollo permanente**<sup>4</sup>, y en este desafío –al que indudablemente se enfrenta hoy nuestro país– se debe colaborar desde el derecho.

## I.b. Los mercados secundarios y los productos derivados:

Inicialmente diremos que entendemos como mercado primario el de los nuevos lanzamientos; comprendiendo las ofertas de los emisores o de los underwriters a los suscriptores, y como mercado secundario el de las sucesivas transacciones a partir del primer tomador<sup>5</sup>.

Desde esta conceptualización, parecería una perogrullada sostener que para que un producto se inserte en el mercado secundario, previamente debió transitar por el mercado primario, pero esto “no es tan así”.

Existen productos financieros, que si bien derivan de un título valor o instrumento financiero primario<sup>6</sup>, carecen de “mercado primario”, y se desarrollan exclusivamente en el “mercado secundario”.

<sup>1</sup> Cfr. Edgar I. JELONCHE, “Financiación interna y externa de las sociedades”, Informe ante el I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa – V Congreso de Derecho Societario, Córdoba 1992.

<sup>2</sup> Cfr. Ana VERCHIK, “Mercado de Capitales. Como funciona.”, Macchi, Bs. As. 1997, p. 3. “El último sexenio fue testigo de cómo distintos países del orbe, con economías disímiles, grados de desarrollo y sistemas políticos que nada tenían de común entre sí, tomaron una decisión común: converger hacia un mundo globalizado...”.

<sup>3</sup> cfr. Ana VERCHIK, “Mercado de Capitales. Como funciona.”, Macchi, Bs. As. 1997, p. 5

<sup>4</sup> cfr. Ana VERCHIK, “Mercado de Capitales. Como funciona.”, Macchi, Bs. As. 1997, p. 20/21. Se pregunta la autora “¿Cuál es llave para el desarrollo del mercado emergente? Se considera que las columnas básicas son: Ahorro previsional (...) Constitución de un mercado accionario en desarrollo permanente (...).”.

<sup>5</sup> cfr. Edgar I. JELONCHE, “La función del mercado de capitales”, conceptos expuestos en una conferencia dictada en la Universidad de Belgrano y publicada en Temas de Derecho Comercial.

<sup>6</sup> “Derivatives o derivados son todos aquellos instrumentos que derivan de un título valor o instrumento

Estos productos constituyen en la actualidad el epicentro del sistema financiero mundial, dada su importante utilidad como: a) medio ideal para prevenir o resguardar de la volatilidad de precios y el consecuente riesgo financiero que para las empresas ello significa<sup>7</sup>; y b) afluente de liquidez en los mercados<sup>8</sup>.

Estos productos son los que se denominan genéricamente “derivados”, pudiéndolos “agrupar en cuatro grandes grupos: 1) los contratos a término (<<forward>>); 2) los contratos de futuros; 3) los contratos de opciones; 4) los contratos de canje (<<swaps>>)”<sup>9</sup>, siendo por su estandarización y homogeneidad los futuros y las opciones los derivados bursátiles por excelencia<sup>10</sup>.

Sobre los derivados, sostiene Zunzunegui<sup>11</sup> que “son instrumentos financieros no negociables que carecen de mercado primario. No hay en un sentido técnico

---

financiero primario. La razón principal de su éxito es la capacidad que tienen para adaptarse al complejo rango de problemas financieros que poseen las empresas. Un derivado implica la creación de un producto sintético, confeccionado a medida, que produce una mejor utilización de los recursos de la empresa para el cumplimiento de objetivos financieros y de planeamiento específicos.” (cfr. Carlos BOLLINI SHAW, Mario GOFFAN, “Operaciones bursátiles y extrabursátiles”, Abeledo-Perrot, Bs. As. 1995, p. 336).

<sup>7</sup> cfr. Emilio RADRESA, “Bolsa y contratos bursátiles”, Depalma, Bs. As. 1995, p. 201/202, con cita de Diego Marynberg, “Cuaderno de investigación N° 3, del Instituto Argentino de Mercado de Capitales “Desde la década de los años 80, los instrumentos derivados –futuros, opciones y swaps- constituyen el epicentro del sistema financiero mundial (...) Diego Marynberg describe el fundamento de la aparición con gran fuerza de éstas operaciones: “la fuente de éstos cambios surge en 1968, con la abolición de la convertibilidad del dólar, y continúa en 1971 mediante la flexibilización del tratado de Bretton Woods, que fijaba los tipos de cambio entre las principales monedas del mundo. Esto desemboca, en 1973, en la interrupción de este mismo acuerdo, a la vez que asoma la crisis del petróleo. Desde entonces, la volatilidad, el caos en los mercados financieros aumenta considerablemente. El incremento de la volatilidad, en un mundo donde el comercio de bienes y el flujo de capitales entre distintos países cobra mayor relevancia, implicó un incremento significativo también en el riesgo financiero asumido por las empresas en el marco de su actividad. Ante tales hechos, la rentabilidad de las firmas pasó a depender sensiblemente de factores ajenos a su control, como ser la variación en la tasa de interés y la cotización de diferentes monedas y commodities. Frente a tal situación, las empresas debieron tomar una medida: predecir dichas fluctuaciones o protegerse de las mismas. Pronosticar la evolución de dichas variables implica a una firma contratar un equipo de especialistas, lo cual, pese a su costo, no necesariamente asegurará la predicción de las fluctuaciones en forma correcta. Protegerse de las mismas, por otro lado, significa hallar un mecanismo que neutralice tales variaciones. El sistema financiero proyectó tal mecanismo, el orden, a través de los instrumentos derivados, con un costo sumamente menor al primer método. Desde entonces, a medida que las expectativas de volatilidad en los mercados fueron mayores, el uso de estos productos se incrementó. De tal forma, la posibilidad de separar los riesgos financieros del resto de la actividad empresarial, y administrarlos a través de los derivados, se convierten en la más notable innovación financiera de los años 80.”

<sup>8</sup> Cfr. Edgar I. JELONCHE, ob. cit., p. 3. Sostiene el mencionado autor que “El mercado secundario, tiene una enorme importancia respecto al stock de títulos valores emitidos por el Estado y por las sociedades anónimas a través del tiempo. Debido a que estos activos financieros tan singulares se caracterizan, según hemos visto, por tener vencimiento a mediano y largo plazo (caso de los títulos de deuda) o por no tenerlo (caso de las acciones), su negociabilidad es fundamental. Permite recuperar el dinero aplicado en su adquisición sin tener que esperar que maduren sin son títulos de deuda; tratándose de acciones, salvo que sean preferidas rescatables, la sociedad no está obligada a reembolsarlas a no ser por receso en los supuestos excepcionales de la ley 19.550, es decir, lo norma es que no tengan término de vencimiento.”

<sup>9</sup> Cfr. Informe Area Contabilidad, “Contabilización de instrumentos derivados”, Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, Centro de Estudios Científicos y Técnicos”, Bs. As. 1996, p. 9.

<sup>10</sup> Esto no es estrictamente así, en razón de que las opciones pueden ser operadas en forma extrabursátiles, y que los swaps pueden instrumentarse mediante la combinación de operaciones bursátiles. Igualmente estos derivados pueden combinarse, como es el caso de las swaption que “es un contrato de opción sobre un swap de tasas de interés. Contrato que otorga al comprador la opción de ejecutar un swap de tasas de interés en una fecha futura. El comprador, por lo general un banco comercial o de inversión, asume el riesgo de que se modifique la tasa de interés, a cambio del pago de una prima” (cfr. Ana LÓPEZ DE PUGA, Mariana Inés ORIOLO, “Diccionario Bursátil”, Ed. Universidad, Bs.As. 1997, p. 401)

<sup>11</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, “Derecho del mercado financiero”, Ed. Macial Pons, Madrid 1997, p. 592.

VII Congreso Argentino de Derecho Societario  
III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa (Buenos Aires, 1988)

emisión, sino simple homologación a demostrativa del contenido del contrato. Son operaciones de mercado que pertenecen a los denominados <<productos financieros derivados>>. Pero no son contratos accesorios, sino principales. Son contratos de este tipo a los que se adapta la tradicional operación bursátil a plazo, a las exigencias de cobertura que plantean las modernas técnicas financieras. Son <<derivados>> en el sentido de que el objeto de los contratos son instrumentos financieros sobre valores negociables u otros instrumentos financieros. Si bien se admiten los futuros y opciones realizados con un subyacente no financiero, como puede ser las mercancías. Así ocurre en el Mercado de futuros y opciones sobre cítricos (...). Estos contratos siguen siendo instrumentos financieros, pero sobre bienes, es decir, con un subyacente no financiero.”

Si perjuicio de que estos contratos hoy son la vedette de los mercados, su aceptación no estuvo libre de observaciones ni resultó sencilla su incorporación legislativa<sup>12</sup>.

Su alto componente financiero, su independencia material con el producto subyacente<sup>13</sup>, y las “descorporización” que ello significa, le agrega una alta cuota especulativa que lo hizo “sospechoso” de “juego de bolsa”<sup>14</sup>.

Sin embargo entendemos que son operaciones comerciales en la categoría más alta de su desarrollo, ya que se negocia básicamente sobre diferenciales, lo que “constituye en el fondo la finalidad única de todas las operaciones comerciales, desde la simple compra de un inmueble realizada con el objeto de revenderlo, hasta las más complicadas operaciones sobre cambios. El tráfico mercantil moderno se ejecuta con el mismo movimiento de valores y mediante el uso de compensaciones diferenciales y no habría razón de ponerle obstáculo”<sup>15</sup>.

Pasemos ahora a los futuros y opciones bursátiles propiamente dichos.

## II. LOS FUTUROS Y OPCIONES:

### II.a. Aproximaciones conceptuales:

Hemos adelantado que nos encontramos frente al epicentro del sistema finan-

<sup>12</sup> Cfr. Marcos SATANOWSKY, *Tratado de Derecho Comercial*, Ed. Tipografía Editora Argentina S.A., T. 3, Bs. As. 1957, p. 396 “En la evolución favorable, impuesta por las necesidades del comercio, se aceptó la licitud de las operaciones a término, sobre valores o mercancías disponibles, así como el pago de su precio.”

<sup>13</sup> Al efecto vale aclarar que estos contratos existen con independencia y con indiferencia del subyacente que se opere, lo cual en cierto modo relativiza la relación de estos con el derecho societario en particular. Tan es así que el Mercado a Término de Rosario, se encuentra en amplio desarrollo y no precisamente por los derivados sobre títulos valores sino por los derivados sobre cereales (v.g. índice Rosafé), siendo éstos en los mercados emergentes los que cuentan con mayores posibilidades de crecimiento. Al respecto sostiene Ana Verchik en relación a nuestro país que “se constituirá sin dudas en el mercado de commodities referente de latinoamérica en lo que se refiere a contratos a término, futuros y opciones sobre productos y subproductos de reino animal, mineral o vegetal, así como instrumentos o índices representativos.” (cfr. ob. cit. p. 51).

<sup>14</sup> Cfr. Marcos SATANOWSKY, ob. cit., p. 414 “La Suprema Corte Nacional, en fallo del 27 de noviembre de 1880, ha reconocido la licitud de las operaciones a término, diciendo que si bien dan lugar con frecuencia a especulaciones que son un verdadero juego, cuyas deudas es prohibido demandar en juicio, según la ley, muchas veces tienen por objeto satisfacer necesidades sociales, que producen acciones, cuyo ejercicio ante la justicia es legítimo. Reconoció así la legitimidad no sólo de las operaciones a término, sino también la de especulación, mientras ésta no implique un verdadero juego, prohibido por la ley”.

<sup>15</sup> Cfr. Marcos SATANOWSKY, *Tratado de Derecho Comercial*, Ed. Tipografía Editora Argentina S.A., T. 3, Bs. As. 1957, citando a la Suprema Corte de Italia, p. 405.

ciero mundial, frente al verdadero contrato de bolsa<sup>16</sup>. Con tanto anuncio resulta imperiosa la definición de estos elementos.

En primer lugar aclararemos que tanto los futuros como las opciones, podrían clasificarse como mercantiles, conmutativos, uniformes, bursátiles<sup>17</sup> y a plazo, encontrándose precisamente en el diferimiento de las prestaciones por el plazo, la esencia del negocio.

Por otra parte, la gran diferencia entre ambos contratos se encuentra en el carácter que asume el plazo en cada contrato, resultando condicional para las opciones y en firme los futuros.<sup>18</sup>

En consecuencia podemos definir a el futuro como "un contrato normalizado por el cual el comprador se obliga a comprar el activo subyacente y el vendedor a venderlo a un precio pactado en una fecha futura."<sup>19</sup>

Por su parte las opciones, son operaciones de mercado condicionales en las que mediante el pago de un premio o una prima el tomador adquiere el derecho -pero no el deber- de obligar a la contraparte -el lanzador- a comprar o vender instrumentos financieros u otro subyacente a un precio fijo predeterminado -precio de ejercicio o strike-; durante un período preestablecido (opciones de tipo americano), o en cierta fecha -spot- (opciones de tipo europeo)<sup>20</sup>. Se distinguen dos modalidades, la de venta (call), que otorga el derecho a imponer la adquisición del subyacente, y la de compra (put), en la que se adquiere el derecho a imponer la enajenación del subyacente<sup>21</sup>.

Sintéticamente diremos que en una como en otra operación, su resultado o beneficio depende de la diferencia de precio de ejercicio con la de su cumplimiento. Esta fecha es determinada para el caso de los futuros, y es un período de tiempo (en las americanas) una fecha (en las europeas) o quizás nunca (si no es ejercida) para las opciones.

Lógicamente quién compra a futuro un subyacente determinado, o quién adquiere una opción de compra sobre dicho subyacente, especulará con la suba de éste por sobre el valor de ejercicio, más los gastos e impuestos en los futuros, y por sobre el valor de ejercicio, más los gastos, impuestos y prima en las opciones. A la inversa el vendedor del futuro, y el adquirente de una opción de venta, especulará con la baja en la misma proporción.

Cuanto mayor sea la diferencia de precio, mayor será el valor intrínseco de los contratos, y mayor la posibilidad de que la opción sea ejercida. A contrario sensu, una opción sin valor intrínseco se dejará morir, y el adquirente perderá el valor de la prima.

Vale aclarar que distinta es la situación de los lanzadores de opciones, estos lanzan una opción (de compra o de venta), cobran una prima, y aguardan en la "dulce espera" de que esta opción nunca sea ejercida durante su vigencia.

<sup>16</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 331. "Sin embargo, el verdadero contrato de Bolsa es a término, pues la obligación de las partes queda diferida al vencimiento del plazo."

<sup>17</sup> Aclaramos que entendemos a las opciones como típicamente bursátiles, pero nada impide que se celebren con características similares opciones extra bursátiles, no así los futuros que en tal caso pasarían a ser forwards.

<sup>18</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 592.

<sup>19</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., Madrid 1997, p. 593.

<sup>20</sup> Cfr. Informe Area Contabilidad, "Contabilización de instrumentos derivados", Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, Centro de Estudios Científicos y Técnicos", Bs. As. 1996, p. 10/11.

<sup>21</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 593.

Finalmente agregaremos que las obligaciones derivadas del contrato dependen del sistema de liquidación pactado. Se puede acordar la liquidación por entregas (las cuales pueden ser compensadas) o por diferencias, estas últimas largamente cuestionadas en nuestro país y en el derecho comparado<sup>22</sup>. Cuando se pacta la liquidación por entregas, lo cual no es muy habitual, el comprador se compromete a pagar el precio del instrumento subyacente y el vendedor a entregarlo. La liquidación por diferencias obliga a pagar, al contratante que sufra la pérdida, la diferencia entre el precio convenido y el corriente de mercado al liquidarse la operación.<sup>23</sup>

## II.b. Los mercados en las operaciones de futuros y opciones:

Definido el contexto (mercado emergente) los elementos bajo análisis (derivados: futuros y opciones) y el lugar donde se desarrollan (mercado secundario), veamos la función del mercado de valores o los mercados afines.

Nos adelantamos en afirmar que entendemos que en este tipo de operaciones es donde el mercado cumple su verdadero rol<sup>24</sup>.

Es frente a las operaciones a plazo (en firme -futuros- o condicionales -opciones-) y entre desconocidos, donde el mercado debe aparecer en todas su extensión.

A priori, creando contratos estandarizados sobre productos subyacentes homogéneos que sean atractivos para el público en general. A posteriori "asegurando" que transcurrido el plazo las obligaciones de las partes se van a cumplir en tiempo y forma.<sup>25</sup>

De esta manera, cumple su función trascendental "que apunta a un **objetivo eminentemente público**: crear las condiciones e instrumentos necesarios para asegurar una efectiva canalización del ahorro hacia fines productivos"(las negrillas nos pertenecen)<sup>26</sup>.

Bajo el objetivo enunciado, y en el caso específico de las obligaciones a plazo, cobra especial relevancia la función garantizadora que asumen los mercados, ya que sin ésta garantía la captación de ahorro resultaría sumamente dificultosa<sup>27</sup>.

<sup>22</sup> Cfr. Marcos SATANOWSKY, ob. cit. 393 a 431

<sup>23</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 596.

<sup>24</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 596. "En el Mercado de futuros y opciones la sociedad rectora asume más funciones que en el mercado bursátil: actúa de cámara de compensación y liquidación. La sociedad rectora registra los contratos celebrados, controla la constitución de garantías en relación con las operaciones pendientes de liquidar y se encarga de la liquidación final de las operaciones."

<sup>25</sup> Cfr. Xavier PUIG, Jordi VILADOT, "Comprender los mercados de futuros", Ediciones Gestión 2000 S.A., 2ª edición, Barcelona 1994, p. 14.

<sup>26</sup> Cfr. "Industria Textil Argentina S.A. s/ Apelación", Corte Suprema, Fallos, 303:1812. "Estas atribuciones, que importan la autorización para dictar normas generales, verificar su cumplimiento, emitir autorizaciones y aplicar sanciones exceden, a mi juicio, el ámbito estricto del derecho privado, para adoptar las características típicas del ejercicio del poder de policía que compete al Estado. De los términos de la ley 17.811 se desprende que su propósito no es sólo regular ciertas relaciones entre particulares, sino que apunta a un objetivo eminentemente público: crear las condiciones e instrumentos necesarios para asegurar una efectiva canalización del ahorro hacia fines productivos".

<sup>27</sup> "Perfeccionado el contrato, de forma inmediata la sociedad rectora procede a registrar el contrato, que ya es firme. Dicho registro tiene el efecto de interponer a la sociedad rectora, entre el comprador y el vendedor, en la ejecución del contrato. La sociedad rectora se subroga en las obligaciones del comprador. Esta medida simplifica la ejecución del contrato y evita el riesgo de incumplimiento de la contraparte. La sociedad

Desde luego, si algo estimula al público inversor a operar en el mercado con futuros u opciones, es la seguridad de que amén de las garantías especiales establecidas (a los cuales nos referiremos infra), aparece siempre la garantía del Mercado. Así es, para que no haya dudas en el cumplimiento de las obligaciones una vez transcurrido el plazo fijado, el Mercado asume frente al comprador todas las obligaciones del vendedor y frente al vendedor todas las obligaciones del comprador. Se constituye en un codeudor solidario<sup>28</sup>.

“En los mercados de futuro existe una Cámara de Compensación que hace de contraparte de cada una de las operaciones. ¿Cómo funciona esto? Durante las horas del Mercado, o sea en la rueda, un comisionista (corredor o agente operador según los mercados) representando a un cliente compra o vende a otro comisionista que a su vez representa a otro cliente. Pero una vez terminada la rueda, cuando cada comisionista informa a la Cámara de sus operaciones y éstas quedan registradas, la Cámara se interpone entre ambos y toma frente a cada una de las partes la posición de contraparte.”<sup>29</sup>

Esto no es un secreto argentino y funciona así en todas partes del mundo.

“Clearinghouses act as third parties to all futures and options contracts—acting as a buyer to every clearing member seller and seller to every clearing member buyer.”<sup>30</sup>

Pero ¿es esto absolutamente seguro en nuestro sistema?

---

rectora se interponga en la ejecución del contrato asegurando las prestaciones derivadas del mismo. La sociedad actúa de cámara de compensación en la liquidación en su acepción más amplia (clearing house). De esta forma los miembros contratantes obtienen la ventaja de obtener de la sociedad rectora, de sólida solvencia, todo lo debido por el otro contratante”(Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 595/596).

<sup>28</sup> cfr. Marcos SATANOWSKY, *Tratado de Derecho Comercial*, Ed. Tipografía Editora Argentina S.A., T. 3, Bs. As. 1957, p. 363/364. “A ese efecto, las operaciones realizadas en el recinto son registradas; y desde ese momento, los contratantes cuentan con las responsabilidades de la Bolsa o Mercado, otorgando así seguridad y legalidad a las transacciones.

La naturaleza jurídica de la obligación contraída por la Bolsa de Mercado oscila entre una fianza doble, novación, mandato, seguro y contrato sui generis. Para determinar esa naturaleza jurídica debe tenerse en cuenta que la Bolsa o Mercado, en virtud de la obligación que contrae, se sustituye a las partes, mejor dicho, tiene los mismos derechos y las mismas acciones que ellas. Le asisten una acción directa contra el contratante que no ejecuta sus obligaciones y asume una obligación también directa frente al que ha cumplido con lo suyo. La fianza no encuadra dentro de esa concepción. No existe novación y menos aún mandato o contrato de seguro. Para L. Solal, la registración de la operación en la Bolsa o Mercado, hace nacer dos nuevos contratos de Bolsa, como accesorios al originario, sin implicar la extinción de éste. Significaría la existencia de tres contratos indisolublemente ligados entre sí y cuya única finalidad sería la de facilitar la ejecución del contrato principal. Para llegar a esa conclusión, debe reconocer Solal, que esos contratos accesorios no son verdaderas ventas, y que lo que las partes desean es estar protegidas contra la insolvencia, a cuyo efecto creen conseguirlo por el procedimiento técnico de la venta.

Por nuestra parte, entendemos que con el registro, la Bolsa o Mercado se constituyen en codeudor solidario, liso y llano pagador, tanto respecto a una como a la otra parte. Ese carácter doble de su obligación explica y justifica su intervención directa, tanto para obligar la entrega de la mercancía como el pago del precio. En contraesguardo de la obligación solidaria asumida, la Bolsa o Mercado impone la cobertura o márgenes, de los que ya nos hemos ocupado, debiendo agregar que lejos de implicar una garantía prendaria, constituyen un pago a cuenta.”

<sup>29</sup> cfr. Carlos BOLLINI SHAW, Mario GOFFAN, p. 303.

<sup>30</sup> Cfr. Patrick J. CATANIA, “Commodity Trading Manual”, Chicago 1989, p. 67.

#### IV. LOS MARGENES DE GARANTÍA:

Para efectuar un correcto análisis sobre la seguridad del sistema, resulta necesario entender cómo funcionan las garantías en los mercados.

Por sus características ya descritas, los futuros y las opciones, se encuentran celosamente resguardados por una múltiple cobertura.

En primer lugar, y con el cincuenta por ciento como mínimo de las utilidades anuales líquidas y realizadas, los mercados de valores deben constituir un **fondo de garantía**, para hacer frente a los compromisos no cumplidos por los agentes de bolsa, originados en operaciones cuya garantía hayan tomado a su cargo (art. 57 ley 17.811).

A esta garantía, de carácter *general* y subsidiaria, se recurrirá en el caso extremo que ante el incumplimiento del cliente del agente, fracasen (por insuficientes) la garantía del propio agente, y las especiales establecidas para cada operación.

En segundo término, aparece otra garantía general y subsidiaria: la **garantía personal del agente**. En este caso la generalidad se limita a todas las operaciones realizadas por un agente determinado, y la subsidiariedad, a que no alcancen las garantías especiales establecidas para cada operación. Así es, todo agente de bolsa, accionistas del Mercado de Valores (y esto es aplicado por la mayoría de los mercados) debe ser accionista del mismo y haber constituido una garantía a su orden, que sirve de garantía general para todas las operaciones que realice (art. 41-b).

Esto así, en razón de que el agente es responsable ante el mercado por cualquier suma que dicha entidad hubiese abonado por su cuenta (art. 58 ley 17.811)<sup>31</sup>.

En tercer término, se fija una *garantía especial*, diaria y variable, llamada en su depósito inicial "**margen de garantía**"<sup>32</sup>, y en sus sucesivas variaciones "**reposiciones**" (art. 55 ley 17.811).

Esta garantía especial la aporta el agente por cuenta del cliente "cubriendo el riesgo derivado de las posiciones pendientes de liquidar según el cálculo llamado de "pérdidas y ganancias", que realiza diariamente la sociedad rectora".

Estas garantías son severamente controladas, y en caso de que el comitente omita o demore la entrega del margen o sus reposiciones, el agente queda autorizado para liquidar la operación (art. 56 ley 17.811). Esta es la garantía principal, y a estas se recurre al momento de liquidar las operaciones.

Por último, y con carácter excepcional, muchas bolsas o mercados exigen otra garantía especial **extraordinaria** que "se exige al miembro que asume posiciones de elevado riesgo a juicio de la sociedad rectora."<sup>33</sup>

<sup>31</sup> Esto que es muy claro en los Mercados de Valores, no lo es tanto en los Mercados de Cereales, donde por lo general los agentes no actúan en nombre propio y por cuenta ajena —mandatarios sin representación—, como en los primeros, sino que lo hacen como corredores o mandatarios. Por tal razón (salvo estipulación en contrario) los operadores no responderán por su comitente o mandante.

<sup>32</sup> Aclara GORDON DAVIS, que "en el mercado de Valores, "Margen de Garantía" se refiere a la compra de acciones a crédito. Los comitentes que operan a crédito deben mantener títulos en custodia con sus agentes como garantía por los préstamos. Pero las opciones, a diferencia de las acciones, no se pueden comprar a crédito. En el mercado de opciones, margen de garantía represente el dinero o los títulos que deben depositar con su agente un lanzador de opciones como garantía por la obligación de comprar o vender los títulos subyacentes si le asignan un ejercicio." (cfr. Jaime R. GORDON DAVIS, "Operaciones a prima y opciones", p. 36).

<sup>33</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 596.



Sumado a todas las garantías descritas, recordamos que el mercado garantiza este tipo de operaciones, con lo cual en caso de resultar las mismas insuficientes responde éste con el resto de su patrimonio.

Sin embargo, entendemos que el secreto de la cobertura está en las garantías especiales (MARGENES DE GARANTÍA Y RESPOSICIONES)<sup>34</sup>, en atención a que si debiéramos recurrir frecuentemente a las garantías generales, tarde o temprano el sistema se caería.

Por ello, resulta esencial que éstas no fracasen en el momentos que más se lo necesita: esto es ante la insolvencia del agente o en la insolvencia de su cliente.

El primero de los supuestos, es menos riesgoso, ya que existen fuertes controles para la admisibilidad y ejercicio de la profesión por un agente (art. 41 y s.s. ley 17.811). En consonancia con lo mencionado, se encuentra legalmente previsto que ante el supuesto de quiebra, el mercado de valores que garantice el cumplimiento de sus operaciones debe liquidar todas las que tenga pendientes, depositando el saldo en el juicio de quiebra (art. 53 ley 17.811).

Por el contrario, el supuesto de quiebra de un cliente o mandante, presenta mayor factibilidad, ya que no existe ninguna restricción para operar a través de un agente<sup>35</sup>, y tampoco existe posibilidad de liquidar las operaciones del comitente por el sólo hecho que este se hubiera concursado o presentado en quiebra.

Frente a esta situación, un síndico diligente, podría pretender recuperar los márgenes de garantía, con el objeto de que no se viole la -hoy en crisis- paridad de condiciones entre los acreedores.

Por ello, resulta interesante dilucidar cuál es la naturaleza jurídica del depósito efectuado, y a partir de ahí, si sería posible la pretensión del síndico referido, lo cual pondría en verdadero peligro a la seguridad y solvencia del sistema.

Pasemos entonces a analizar la situación de éstos márgenes:

“Se discute en doctrina acerca del carácter jurídico de esa garantía o cobertura. Las opciones se agrupan alrededor de dos puntos de vista fundamentales: el de los que sostienen que se trata de una prenda y el de los que la conciben como un pago o dación en pago anticipado. Pero se ha observado que si el destino de la cobertura, en el supuesto de que la operación sea cumplida puntualmente, es ser devuelta al que la constituyó, no parece que pueda ser considerada como pago anticipado. En realidad parece más ajustado a la real intención de las partes y a las finalidades de la ley, concebir esa cobertura como una prenda regular, en el caso de entrega de títulos nominativos u otros valores individualizados, o bien como prenda irregular en el supuesto de entrega de dinero. Finalmente otros autores, sobre la base de su específica legislación, consideran que se trata de un depósito irregular”<sup>36</sup>.

Sin perjuicio de considerar, al menos discutible, el carácter prendario de los márgenes de garantía (sobre todo en el supuesto de que se deposite dinero), ya sea

<sup>34</sup> “Otro elemento de gran importancia para el buen funcionamiento de los mercados es la seguridad que brinda de que la operación va a ser cumplida a su término. Para ello, las bolsas y mercados han establecido un sistema de depósito de garantía que tienen por finalidad que el contrato pueda cumplirse con independencia de la que le ocurre posteriormente a la contraparte original en cada transacción. Éstos depósitos reciben el nombre de márgenes.” (cfr. Carlos BOLLINI SHAW, Mario GOFFAN, p. 303/304).

<sup>35</sup> La ley sólo exige que se haya acreditado su identidad y demás datos personales, y registrado su firma en el registro que a ese efecto debe llevar (art. 46 ley 17.811).

<sup>36</sup> Cfr. Rodolfo O. FONTANARROSA, *Derecho Comercial Argentino*, Parte General, 5ta. Edición, Víctor P. De Zavallia, T. 1, Bs. As. 1976, p. 429.

una prenda o sea un depósito irregular, los efectos de la quiebra caerán sobre dichos márgenes.

Esto no es exclusivo de nuestro derecho, y así vemos como incluso en el derecho español, si bien la sociedad rectora goza del derecho de separación absoluta respecto de los valores o el efectivo en que se materialicen las garantías (DA 7° de la ley 3/1994) en caso de quiebra, la constitución de la garantía será impugnada mediante acción ejercida por los síndicos en la que se demuestre la existencia de fraude<sup>37</sup>.

Entendemos que este riesgo a que están sujetos los márgenes hoy, son innecesarios en nuestro derecho, y existirían soluciones (de lege lata y de lege ferenda) que darían suficiente seguridad al sistema.

## **V. LAS CAMARAS COMPENSADORAS (CLEARING HOUSES) VERDADEROS FIDUCIARIOS EN LAS OPERACIONES DE BOLSA:**

Hemos identificado a las cámaras compensadoras, como "codeudoras" de las operaciones que los mercados garantizan. A esto habría que agregarle su típica función liquidadora de las operaciones concertada por los agentes, mediante la compensación de débitos y créditos de cada cuenta, con el objeto de reducir al mínimo las efectivas transferencia de títulos o de dinero<sup>38</sup>.

Aquella identificación diferenciada como codeudora, resulta caprichosa, atento que, al encontrarse organizadas como dependencias de las Bolsas o Mercados, quienes en definitiva responderán son aquellos, manteniéndose la cuota de riesgo señalada en el punto anterior.

En tal sentido, es nuestra propuesta, efectuar una reestructuración de las mismas, organizándolas como personas jurídicas creadas con una participación mayoritaria de las bolsas y/o los mercados, pero distintas de éstos, asumiendo el rol de fiduciarios de las operaciones garantizadas.

Esto no es nuevo, ni tampoco extraño a sistemas jurídicos similares al nuestro, y así podemos mencionar el ejemplo de Chile donde "la Cámara de Compensación es una entidad jurídica, constituida o formada por una bolsa de valores, pero distinta de ella, cuyo objeto es ser la contraparte de todas las compras y ventas de contratos de futuros y de opciones de valores que se efectúen en la respectiva bolsa, a partir del registro de dichas operaciones en la mencionada Cámara. En otras palabras, su función es actuar como compradora de los vendedores y vendedora de los compradores." "Los márgenes que constituyan los contratantes con una cámara de compensación, para responder de sus obligaciones, especialmente la de cubrir las diferencias de precios que se produzcan en los contratos de futuros

<sup>37</sup> Cfr. Fernando ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 597.

<sup>38</sup> Cfr. Rodolfo O. FONTANARROSA, *Derecho Comercial Argentino*, Parte General, 5ta. Edición, Victor P. De Zavallía, T. 1, Bs. As. 1976, p. 419. "Sin entrar en detalles que excederían los límites impuestos a una obra de índole general, diré que, mediante las cámaras de compensadoras, se facilita a los agentes de bolsa la liquidación de las operaciones concertadas por ellos en forma de reducir al mínimo las efectivas transferencias de títulos de dinero. Objeto de la cámara es compensar por cuenta de cada uno de los asociados a ella, y hasta la concurrencia de sus respectivas contrapartidas, el monto de la diversas operaciones de débito o de crédito indicadas en los mismos."

y opciones, se podrán constituir **transfiriéndole en dominio el bien respectivo, que se detentará por la Cámara a nombre propio. Cuando fuere necesario hacer efectivos dichos márgenes, la Cámara los realizará extrajudicialmente, actuando como señor y dueño, pero rindiendo cuenta como encargada fiduciaria de su contraparte.**<sup>39</sup> (las negrillas nos pertenecen).

También (y dentro del Common Law), nada menos que la famosa "Chicago Board of Trade", asume también esta forma:

"Board of Trade Clearing Houses: and independent corporation that settles all made at the Chicago Board of Trade acting as a guarantor for all trades clearing buy it, reconciles all clearing member firm accounts each day to ensure that all gains have been credited and all losses have been collected, and sets an adjusts clearing member firms margins for changing market conditions."<sup>40</sup>

Así, en cada operación de futuros y opciones, se podría constituir un fideicomiso de garantía<sup>41</sup> donde las Cámaras Compensadoras cumplirán la función de fiduciarios, compensando las cuentas y liquidando las operaciones. De esta manera se evitarían los riesgos a que estarían sujeto los márgenes en el caso de considerarlos garantías reales<sup>42</sup>, e incluso su difícil encuadre jurídico cuando el margen se integra con bienes que no son cosas<sup>43</sup>.

Por su parte, la ley 24.441, no establece mayores límites para realizar estas operaciones, las cuales pueden ser ejercidas por cualquier persona física o jurídica. El único límite que establece es para el caso de ofrecerse al público, donde sólo pueden actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas para funcionar como tales (sujetas a las disposiciones de la ley respectiva) y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores (quién establecerá las condiciones que deba cumplir) (art. 5° ley 24.441).

Esto no presenta mayores dificultades en este caso, ya que aún considerando la actividad de las Cámaras Compensadoras como un ofrecimiento público —a nues-

<sup>39</sup> Cfr. Adolfo ORTEGA AICHELE, *El mercado de valores*, Ed. La Ley, Santiago-Chile, p. 215/223

<sup>40</sup> Cfr. Alan WEBBER, *Dictionary of Futures & Options*, Probus Publishing Company, Cambridge, England Chicago, Illinois, p. 15.

<sup>41</sup> "Fideicomiso de garantía: es el fideicomiso por el cual se transfieren al fiduciario bienes para garantizar con ellos o con su producido el cumplimiento de ciertas obligaciones a su cargo o a cargo de terceros, designando como beneficiario al acreedor o a un tercero en cuyo favor, en caso de incumplimiento, se pagará una vez realizados los bienes, el valor de la obligación o el saldo insoluto de ella, conforme a lo previsto en el contrato." (cfr. Silvio V. LISOPRAWKI, Claudio M. KIPER, "FIDEICOMISIO. DOMINIO FIDUCIARIO. SECURITIZACION.", Depalma, Bs. As. 1995, p. 312)

<sup>42</sup> "Se trata de un sustituto práctico del tradicional sistema de garantías reales. La diferencia sustancial, amén de la que radica en la transmisión de la propiedad que no se produce en éstas últimas, estriba en que si bien se trata de la efectivización de la garantía, en caso de incumplimiento, la venta fiduciaria no es una ejecución forzada sino simple cumplimiento de una obligación alternativa. Al fiduciario se le transmitieron los bienes afectados en garantía para que, en caso de incumplimiento de la obligación garantizada proceda a su venta o entregue en propiedad los bienes al beneficiario o a un tercero acreedor, según se haya previsto el pacto fiduciae." (cfr. Silvio V. LISOPRAWKI, Claudio M. KIPER, ob. cit., p. 312).

<sup>43</sup> "Es frecuente que en el ámbito de las transacciones financieras se pacte como garantía de negocios financieros, la cesión de créditos en garantía, para que en el caso de mora del cedente respecto de la obligación garantizada, el cesionario aplique a esta última las sumas percibidas con motivo del crédito cedido hasta la concurrencia de la deuda —y sus accesorios—. La doctrina no es pacífica acerca del título de transmisión del derecho (...). Con la sanción de la ley la discusión perdió sentido en alguna medida como consecuencia de la tipicidad plena que el contrato de fideicomiso ha adquirido en virtud de la sanción de la ley 24.441 ya que la transmisión de la propiedad de créditos con fines de garantía encuadra en la previsión del art. 11 in fine, en cuanto a que reconoce la propiedad fiduciaria de bienes que no sean cosas." (cfr. Silvio V. LISOPRAWKI, ob. cit., p. 314, 318).

tro entender esto no es tan claro-, la autorización de la Comisión Nacional de Valores, aparece como obvia y necesaria, a consecuencia de las mayores ventajas que aportaría el propio sistema que esta controla.

Del otro lado ley 17.811, tampoco limitaría la modificación propuesta, ya que en su artículo 27 ha establecido que las bolsas o mercados de comercio pueden organizar cámaras compensadoras, pero no ha especificado la forma que debe asumir<sup>44</sup>, e incluso agrega que pueden realizar transacciones financieras tendientes a facilitar la concertación de operaciones bursátiles de acuerdo con sus estatutos y reglamentos.

Por otra parte, esto tampoco se contradice con los art. 55 in fine y 57 de esta ley, ya que nada obsta a que los márgenes permanezcan depositados en el Mercado a nombre de la Cámara Compensadora (propiedad fiduciaria), como así tampoco se enfrenta con la posibilidad de que el mercado forme un fondo de garantía para hacer frente a los compromisos no cumplidos por los agentes de bolsa.

Bajo la forma propuesta, lo que procuramos es mantener la indemnidad de los márgenes de garantía y sus reposiciones, y limitar la función de las Cámaras Compensadoras a la liquidación de las cuentas como fiduciario de garantía, independizando de las bolsas y mercados.

A su turno las bolsas y mercados seguiría manteniendo su responsabilidad residual (ahora más protegida) y la función reguladora que le es propia.

---

<sup>44</sup> Al respecto nos permitimos disentir con Fontanarrosa quién sostiene que "como resulta de la disposición legal, las cámaras compensadoras carecen de personalidad jurídica, y son simples asociaciones de hecho entre personas físicas y jurídicas vinculadas entre sí en virtud del acuerdo celebrado. Este acuerdo, que se celebra por iniciativa y bajo la dirección de cada bolsa de comercio en ejercicio de la facultad conferida por el mencionado art. 27, se exterioriza en dos momentos: la convención que organiza la cámara, esto es, el estatuto de ésta, y el reglamento que establece el procedimiento de extinción de las deudas recíprocas." (cfr. Rodolfo O. FONTANARROSA, *Derecho Comercial Argentino*, Parte General, 5ta. Edición, Victor P. De Zavalía, T. 1, Bs. As. 1976, p. 419).