

LA SEGURIDAD JURÍDICA EN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES

LEANDRO SALVATIERRA

SÍNTESIS

Actualmente nuestro país se encuentra entre 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 específicamente dentro de 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.

No obstante, estas garantías, si bien resultan a priori, eficientes y efectivas, no están exentas de ser atrapadas por un síndico hábil del concurso preventivo 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 independientes, con miembros compensadores debidamente calificados, y creando un patrimonio fiduciario con los márgenes y reposiciones de manera de mantenerlos indemnes ante el concurso de una de la partes.

I. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS

1.1. 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 etapas de preferente autofinanciación y de endeudamiento financiero directo, las empresas demandan hoy capitales en los mercados**”¹ (la cursiva 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 insuficientes 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.

¹ 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.

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”².

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**³.

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

1.2. 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 tomador⁵.

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 primario⁶, carecen de “mercado prima-

² Cfr. Ana VERCHIK, “Mercado de Capitales. Como funciona.”, Macchi, Bs. As. 1997, p. 3.; quien nos dice que: “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...”.

³ Cfr. Ana VERCHIK, “Mercado de Capitales. Como funciona.”, Macchi, Bs. As. 1997, p. 5.

⁴ 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 (...)”

⁵ 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*.

⁶ “Derivatives o derivados son todos aquellos instrumentos que derivan de un título valor o instrumento 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, “Operacio-

rio”, y se desarrollan exclusivamente en el “mercado secundario”.

Estos productos constituyen en la actualidad el epicentro del sistema financiero mundial, dada su importante utilidad como: a) medio ideal para prevenir o resguardar la volatilidad de precios y el consecuente riesgo financiero que para las empresas ello significa⁷; y b) afluyente de liquidez en los mercados⁸.

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»)⁹”, siendo por su estandarización y homogeneidad los futuros y las opciones los de-

nes bursátiles y extrabursátiles”, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1995, p. 336).

⁷ Cfr. Emilo RADRESA, “Bolsa y contratos bursátiles”; Depalma, Bs. As. 1995, ps. 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 empresaria, y administrarlos a través de los derivados, se convierten en la más notable innovación financiera de los años 80.”

⁸ 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.”

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

rivados bursátiles por excelencia¹⁰.

Sobre los derivados, sostiene Zunzunegui que: “son instrumentos financieros no negociables que carecen de mercado primario. No hay en un sentido técnico emisión, sino simple homologación administrativa 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 cíclicos (...) Estos contratos siguen siendo instrumentos financieros, pero sobre bienes, es decir, con un subyacente no financiero.”¹¹

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 legislativa¹².

Su alto componente financiero, su independencia material con el producto subyacente¹³, y las “descorporización” que ello significa, le agrega una alta cuota especulativa que lo hizo “sospechoso” de

¹⁰ 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).

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

¹² Cfr. Marcos SATANOWSKY, Tratado de Derecho Comercial, Ed. Tipografía Editora Argentina S.A., T. 3, Bs. As., 1957, p. 396, quien además sostiene que: “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.”

¹³ 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).

“juego de bolsa”¹⁴.

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 obstáculos”¹⁵.

Pasemos ahora a los futuros y opciones bursátiles propiamente dichos.

II. LOS FUTUROS Y OPCIONES

2.1. APROXIMACIONES CONCEPTUALES

Hemos adelantado que nos encontramos frente al epicentro del sistema financiero mundial, frente al verdadero contrato de bolsa¹⁶. Con tanto anuncio resulta imperiosa la definición de estos elementos.

En primer lugar aclararemos que tanto los futuros como las opciones, podrían clasificarse como contratos mercantiles, conmutativos o de cambio, uniformes, bursátiles¹⁷ 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.¹⁸

En consecuencia podemos definir a *el futuro* como “un contrato

¹⁴ Cfr. Marcos SATANOWSKY, ob. cit., p. 414, que expresa: “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”.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.”

¹⁷ 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.

¹⁸ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 592.

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.”¹⁹

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)²⁰. 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 subyacente²¹.

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) o 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.

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

¹⁹ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 593.

²⁰ Cfr. Informe Área Contabilidad, “Contabilización de instrumentos derivados”, Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, Centro de Estudios Científicos y Técnicos”, Bs. As. 1996, ps. 10/11.

²¹ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 593.

por diferencias, estas últimas largamente cuestionadas en nuestro país y en el derecho comparado²². 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.²³

2.2. 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 rol²⁴.

Es frente a las operaciones a plazo (en firme -futuros- o condicionales -opciones-) y entre desconocidos, donde el mercado debe aparecer en toda 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 forma²⁵.

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)²⁶⁻²⁷.

²² Cfr. SATANOWSKY, ob. cit., p. 393 a 431.

²³ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 596.

²⁴ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 596, quien nos enseña: "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."

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

²⁶ 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

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 esta garantía la captación de ahorro resultaría sumamente dificultosa²⁸.

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 las 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 solidario²⁹.

del ahorro hacia fines productivos". Se hizo aplicación de los principios sentados en este fallo en los autos "Flor de Lis SAICF y A. s/ Recurso art. 34, ley 17.811", CNCom, sala E, 17.09.92, al confirmar la cancelación la autorización para cotizar acciones de una sociedad que no presentaba los balances generales, lo cual desprotege al público inversor, sin que sea necesario la demostración de un perjuicio concreto (conf. Autos "Peters Hnos. S.A. s/ incumplimiento presentación de balances", dictamen N° 64.139m dek 8 de abril de 1991, fallando en el mismo sentido la sala e, el 26 de abril de 1991, y Dictámenes N° 53.504, in re "Perez Iturraspe, Eduardo - Mercado de Valores", y en la causa "Soto, José J.", N° 54.848, del 26 de marzo de 1984 y 26 de marzo de 1985, respectivamente; este último con fallo concordante de esa sala E, del 8 de octubre de 1985).

²⁷ Creemos también de importancia lo resuelto en otros fallos judiciales, que protegieron a los comitentes a la hora de probar las operaciones celebradas por los agentes, sosteniendo por ejemplo que "La costumbre generalizada en el ámbito bursátil, sobre la que informe el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., ratificada por el representante legal de la actor al absolver posiciones y por algunos testigos- en el sentido de que la órdenes que los comitentes imparten a los operadores se emiten en forma verbal, no altera las reglas sobre la prueba de los contratos establecidas en la legislación de fondo (art. 208 y 209, Cód. de Com. y 1190, 1191 y 1192, Cód. Civil)." (cfr. autos "Rey López S.A. c/ Rocca, César H. y otra", CNCom, sala E, junio 12/1991, publicado en ED, tomo 148, ps. 455, y ss.).

²⁸ "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 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. ZUNZUNEGUI, ob. cit., ps. 595/596).

²⁹ Cfr. Marcos SATANOWSKY, Tratado de Derecho Comercial, Ed. Tipografía Editora Argentina S.A., T. 3, Bs. As., 1957, ps. 363/364, quien expresa que: "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 géneris. 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 asuma una obligación también directa frente al que ha cumplido con lo suyo. La fianza

“En los mercados de futuros 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.”³⁰

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.”³¹

Pero ¿es esto absolutamente seguro en nuestro sistema?

III. 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 descriptas, 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).

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 contrapeso 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.”

³⁰ Cfr. Carlos BOLLINI SHAW, Mario GOFFAN, p. 303.

³¹ Cfr. Patrick J. CATANIA, “Commodity Trading Manual”, Chicago 1989, p. 67.

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, accionista del Mercado de Valores (y esto es aplicado por la mayoría de los mercados) debe 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)³².

En tercer término, se fija una *garantía especial*, diaria y variable, llamada en su depósito inicial "**margen de garantía**"³³, y en sus sucesivas variaciones "**reposiciones**" (art. 55 ley 17.811)³⁴.

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.

³² 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.

³³ 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).

³⁴ Las "Normas de la Comisión Nacional de Valores Texto Año 2001 establecidas por la RG 368", en su Art. 1º, del CAPÍTULO XXIV, define a los "Márgenes" como las cantidades mínimas de dinero en efectivo u otros activos, y sus adicionales, para cada Futuro y Opción comprado o vendido por un Miembro Compensador o por quién dicho Miembro Compensador responde, que cada Miembro Compensador debe mantener con la Cámara respectiva.

Por último, y con carácter excepcional, muchas bolsas o mercados requieren otra garantía especial **extraordinaria** que “se exige al miembro que asume posiciones de elevado riesgo a juicio de la sociedad rectora.”³⁵

Sumado a todas las garantías descriptas, 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 (MÁRGENES DE GARANTÍA Y REPOSICIONES)³⁶, 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 a priori menos riesgoso, ya que existen fuertes controles para la admisibilidad y ejercicio de la profesión por un agente (arts. 41 y ss. 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 agente³⁷, 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.

³⁵ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 596.

³⁶ “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, ps. 303/304).

³⁷ 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).

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”³⁸.

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 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 7º 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 fraude³⁹.

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.

IV. LOS MÁRGENES DE GARANTÍA Y REPOSICIONES DIARIAS COMO DOMINIO FIDUCIARIO

Hemos identificado a las cámaras compensadoras, como “co-deudoras” 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 efecti-

³⁸ Cfr. Rodolfo O. FONTANARROSA, “Derecho Comercial Argentino”, Parte General, 5ta. Edición, Víctor P. De Zavallía, T. 1, Bs. As., 1976, p. 429.

³⁹ Cfr. ZUNZUNEGUI, ob. cit., p. 597.

vas transferencia de títulos o de dinero⁴⁰.

Aquella identificación diferenciada como codeudora, resulta muchas veces caprichosa, atento a que en nuestro país, las mismas se encuentran organizadas como dependencias internas de las Bolsas o Mercados (organizados como Asociaciones Civiles o Sociedades Anónimas), por lo que en definitiva quiénes responderán son estos, manteniéndose la cuota de riesgo señalada en el punto anterior.

En tal sentido, nuestra propuesta es la siguiente:

1º) Efectuar una reestructuración jurídica de las Cámaras Compensadoras, organizándolas como personas jurídicas independientes de los mercados y bolsas⁴¹.

2º) Crear la categoría de miembros compensadores de acreditada solvencia que puedan registrar las operaciones a su nombre⁴².

3º) Crear con los márgenes de garantía y reposiciones diarias un patrimonio fiduciario, ajenos de las vicisitudes de los partícipes de la operación (agente, comitente, mercado y cámara compensadora).

Vale destacar que los dos primeros puntos sugeridos se encuentran previstos en las normas dictadas por la Comisión Nacional de Valores, a partir del dictado de Resolución General 337/99 del 21 de Julio de 1999.

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

⁴⁰ Cfr. Rodolfo O. FONTANARROSA, Derecho Comercial Argentino, Parte General, Sta. Edición, Víctor P. De Zavalía, T. 1, Bs. As. 1976, p. 419; quien dice que: “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.”

⁴¹ Por otra parte, este es el criterio de la Comisión Nacional de Valores (CNV) a partir del dictado de la Resolución General 337/99 del 21 de Julio de 1999, cfr. Art. 35º, CAPÍTULO XXIV, de las “Normas de la Comisión Nacional de Valores Texto Año 2001 establecidas por la RG 368”.

⁴² Cfr. Art. 40º, CAPÍTULO XXIV, de las “Normas de la Comisión Nacional de Valores Texto Año 2001 establecidas por la RG 368”.

sus obligaciones, especialmente la de cubrir las diferencias de precios que se produzcan en los contratos de futuros 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.**⁴³ (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 adjust clearing member firms margins for changing market conditions."⁴⁴

Así, en las operación de futuros y opciones, se podría crea un patrimonio fiduciario en garantía⁴⁵ de estas operaciones, donde las Cámaras Compensadoras o los Mercados cumplan 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 reales⁴⁶, e incluso su difícil encuadre jurídico cuando el margen se integra con bienes que no son cosas⁴⁷.

⁴³ Cfr. Adolfo ORTEGA AICHELE, El mercado de valores, Ed. La Ley, Santiago-Chile, p. 215/223.

⁴⁴ Cfr. Alan WEBBER, Dictionary of Futures & Options, Probus Publishing Company, Cambridge, England Chicago, Illinois, p.15.

⁴⁵ "Fideicomiso de garantía: es el fideicomiso por el cual se transfiere 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. LISOPRAWski, Claudio M. KIPER, "FIDEICOMISO. DOMINIO FIDUCIARIO. SECURITIZACIÓN.", Depalma, Bs. As. 1995, p. 312).

⁴⁶ "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 fiduciario." (Cfr. Silvio V. LISOPRAWski, Claudio M. KIPER, ob. cit., p. 312).

⁴⁷ "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

Por su parte, la ley 24.441 no establece mayores límites para realizar estas operaciones.

Del otro lado, la 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 deben asumir⁴⁸, 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 elevándolos a la categoría de patrimonio fiduciario; independizando -además- a las Cámaras Compensadoras para la realización de las actividades de registración de las posiciones abiertas por cada agente, la liquidación y pago de los correspondientes márgenes⁴⁹.

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

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. LISOPRAWSKI, ob. cit., ps. 314, 318).

⁴⁸ 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, Víctor P. De Zavalía, T. 1, Bs. As. 1976, p. 419).

⁴⁹ Cfr. Art. 3º, CAPÍTULO XXIV, de las "Normas de la Comisión Nacional de Valores Texto Año 2001 establecidas por la RG 368".