

CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Nota de Política N° 7

Fortalecimiento de los Mercados de Futuros y Derivados en Argentina¹

Febrero 2007

¹ La presente Nota de Política fue enriquecida por las discusiones y recomendaciones surgidas del Ciclo de Mesas Redondas realizadas en el CEF (www.cefargentina.org) en los meses de abril y agosto de 2006 y por las discusiones mantenidas con reguladores y representantes de la industria.

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	3
1. INTRODUCCIÓN	8
2. CARACTERIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE FUTUROS Y DERIVADOS: ARGENTINA VS. RESTO DEL MUNDO.....	10
3. DIAGNÓSTICO DE LA OPERATORIA DE FUTUROS Y DERIVADOS EN ARGENTINA.....	21
MARCO INSTITUCIONAL Y REGULATORIO	21
<i>Regulación de Mercados</i>	21
<i>Regulación de Cámaras Compensadoras</i>	25
<i>Autorización de Futuros y Opciones</i>	26
<i>Lineamientos Comunes a Mercados y Cámaras</i>	27
<i>Regulación Local vs. Estándares Internacionales</i>	28
ESTRUCTURA DEL MERCADO (OFERENTES, DEMANDANTES E INTERMEDIARIOS)	36
<i>Barreras a la Operatoria - Residentes y No Residentes</i>	36
<i>Demanda de Instrumentos de Cobertura</i>	39
ESTRUCTURA IMPOSITIVA.....	43
➤ <i>Impuesto a las Ganancias</i>	45
➤ <i>Impuesto al Valor Agregado:</i>	45
➤ <i>Bienes Personales:</i>	46
➤ <i>Ganancia Mínima Presunta:</i>	46
➤ <i>Ingresos Brutos</i>	46
➤ <i>Impuesto a los Sellos:</i>	47
<i>Imposición sobre Fideicomisos en Garantía</i>	47
INFRAESTRUCTURA DE MERCADO	48
4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	50
BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS.....	53
ANEXO 1	54
OPERACIONES OTC GLOBALES – VALORES BRUTOS DE MERCADO, POR RIESGO CUBIERTO Y POR INSTRUMENTO	54
ANEXO 2.....	55
CUMPLIMIENTO DE ESTÁNDARES INTERNACIONALES – PRINCIPIOS IOSCO: PAÍSES SELECCIONADOS	55
ANEXO 3.....	56
LEYES Y CLÁUSULAS DE NETTING - ANÁLISIS COMPARADO DE LEGISLACIÓN	56

Resumen Ejecutivo

En el continuo escenario de integración económica y financiera global, los agentes económicos deben incluir en sus análisis variables adicionales con efectos inciertos sobre sus decisiones de consumo e inversión a lo largo del tiempo. Las reformas en los mercados de capitales –creación de instrumentos y mercados, regulación y supervisión, régimen impositivo, entre otros- han sido unos de los rasgos distintivos de las reformas estructurales encaradas a lo largo de dicho proceso. Ello permitió enfrentar los riesgos inherentes a la integración, aprovechando sus beneficios y acotando sus incertidumbres. La introducción y generalización del uso de derivados es un elemento esencial para cubrir posiciones en este contexto. En el caso de Argentina, la salida de la convertibilidad en 2002 y la adopción de regímenes cambiario y monetario flexibles, entre otros, aumentaron la necesidad de contar con instrumentos que permitieran cubrir las decisiones económicas y financieras de las familias y las empresas de riesgos de diversa índole (tasa de interés, de cambio, de inflación, y precios de commodities, entre otros), reducir costos y contribuir al aumento del nivel de actividad y crecimiento económico. La evidencia empírica comparada con el resto de países y regiones muestra la necesidad de profundizar el desarrollo de los mercados de futuros y derivados; en número de contratos por dólar de PBI, las operaciones realizadas en Argentina en 2005 representaron 32% del total de contratos operados en Brasil y 53% de los operados en México.

Para alcanzar mejores y más profundos mercados deben adecuarse distintos aspectos, tales como i) avanzar en esquemas de política macroeconómica sostenible, con crowding-in del gobierno en el mercado de capitales; ii) sancionar una Ley de Netting consistente con las mejores prácticas internacionales; iii) converger hacia la implementación de un esquema realista de cálculo de los requerimientos de capital; iv) fortalecer y reformular la estructura de financiamiento de la Comisión Nacional de Valores (CNV); v) diseñar programas eficaces de supervisión continua a intermediarios y mercados; vi) considerar tratamiento equivalente a los bancos nacionales y del exterior respecto a la regulación del BCRA sobre cobertura de riesgo de tasa de interés; vii) fomentar procesos sistemáticos de cooperación mediante convenios explícitos entre distintos reguladores y jurisdicciones; viii) explicitar mediante normativa impositiva el alcance de impuestos a los Bienes Personales, Ganancia Mínima Presunta, Ingresos Brutos y Sellos y ix) converger hacia esquemas de libre movilidad de capitales.

Sin embargo, estimular la mayor utilización de derivados e impulsar las modificaciones necesarias para fomentar el desarrollo del mercado exige, entre las cuestiones prioritarias, entender adecuadamente su funcionamiento, sus riesgos y beneficios, contar con una mayor disponibilidad de instrumentos y con el respaldo jurídico-legal que brinde garantías a las operaciones. El desarrollo del mercado será estimulado en la medida en que se profundice la supervisión basada en riesgos de los intermediarios financieros, lo que, a su vez, induciría a mejorar la administración de riesgos por parte de los agentes económicos. En este sentido, el análisis realizado a lo largo de este documento busca identificar los factores que inhiben el desarrollo de los mercados de derivados, a la vez que

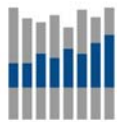
ofrece sugerencias de política con miras a facilitar el desarrollo de los mismos en el país. La síntesis del análisis muestra que:

- El marco regulatorio existente en la actualidad es en buena medida consistente y coincidente con las mejores prácticas sugeridas a nivel mundial por instituciones internacionales especializadas, aunque aún restan implementar los principios concernientes a la autonomía de financiamiento de la CNV, la coordinación, cooperación y superposición entre reguladores, adopción de una *Ley de Netting*, la definición y actualización de capitales mínimos y cuestiones relacionadas a un adecuado *enforcement* (mecanismos para dar efectivo cumplimiento al marco regulatorio), entre otros y
- La estructura impositiva actual incluye contratos de derivados en los casos del Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado con arreglos convergentes a las recomendaciones internacionales. Sin embargo, aún existen inconsistencias en el caso de otros impuestos de alcance nacional y aquellos de jurisdicción local (tales como las generadas por la normativa que reglamenta el impuesto a los Bienes Personales e Ingresos Brutos).

La ausencia de mejoras en los marcos regulatorio, impositivo, institucional y la escasa oferta de instrumentos² (aunque se hicieron avances significativos durante los últimos tiempos), entre otros, podrían constituirse en limitantes estructurales para alcanzar las escalas relativas observadas en otros países de la región. Más aún, podrían generar costos innecesarios a aquellas bolsas que, siguiendo la tendencia internacional, realicen esfuerzos en la integración de operatoria y mercados, al mismo tiempo que obstaculizarían el desarrollo de operaciones *over the counter* (OTC). En este sentido, a continuación se presentan sucintamente el diagnóstico y las recomendaciones de política que permitirían reducir las restricciones existentes para un mayor desarrollo del mercado de futuros y derivados en nuestro país:

Diagnóstico	Recomendaciones
<ul style="list-style-type: none"> • Política macroeconómica focalizada en el corto plazo; si bien no es un problema exclusivo de este mercado, esta estrategia exacerba la incertidumbre, limitando el desarrollo del mercado de derivados, principalmente el de cobertura por riesgos de tasas de interés. 	<ul style="list-style-type: none"> • Avanzar en la adopción de esquemas de políticas macroeconómicas sostenibles, con crowding-in del gobierno en el mercado de capitales, para proveer un marco de planeamiento de largo plazo, previsibilidad inflacionaria, extensión en la madurez de los instrumentos financieros y así en el desarrollo de cobertura de

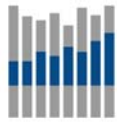
² Recientemente la CNV aprobó mediante la Resolución N° 15.566 los términos y condiciones del Contrato de Futuro "Contratos de Futuros y Opciones Sobre Títulos Públicos" presentado por el Mercado a Término de Rosario S.A (ROFEX) y por Resolución N° 15.567 autorizó al Mercado Abierto Electrónico S.A (MAE) a realizar en su ámbito la operatoria de Swaps sobre índices y tasas de interés, en los términos de la Resolución OCT-MAE N° 5.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

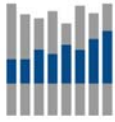
<ul style="list-style-type: none">• Inseguridad jurídica por cambio en las reglas de juego incompatibles con las mejores prácticas internacionales.• Ambos puntos comprometen la profundidad y liquidez de los mercados.	<p>riesgos de tasas de interés.</p> <ul style="list-style-type: none">• Promover la seguridad jurídica adoptando las mejores prácticas en defensa de los derechos de propiedad y su cumplimiento (enforcement).• Estas medidas reducirían la incertidumbre en los mercados.
<ul style="list-style-type: none">• Ausencia de mecanismos de compensación de créditos y débitos ante situaciones concursales y de quiebra.	<ul style="list-style-type: none">• Sancionar una Ley de Netting compatible con las mejores prácticas internacionales para operaciones en mercados regulados y para mercados OTC manteniendo independencia operativa entre ambos mercados.
<ul style="list-style-type: none">• Bajo nivel y uniformidad de capitales mínimos, sin evaluar su adecuación por distintos grados de exposición al riesgo.	<ul style="list-style-type: none">• Elevar el monto del capital mínimo requerido y converger hacia la implementación de un esquema de requisitos de capital en base a riesgos.
<ul style="list-style-type: none">• Barreras a la entrada y salida de intermediarios e inversores no residentes que elevan los costos de operar en mercados locales.	<ul style="list-style-type: none">• Converger hacia esquemas de libre movilidad de capitales, removiendo el requisito de encaje no remunerado del 30% para el ingreso de capitales de no residentes y remover la exigencia de conformidad previa del BCRA de concertación y acceso al mercado de cambios por parte de residentes.• En el largo plazo, en la medida en que se avance en acuerdos de cooperación extra-frontera entre reguladores, podría levantarse el requisito que intermediarios no residentes abran oficinas y constituirse legalmente en Argentina para concertar operaciones localmente. Mediante "cuentas ómnibus" y/o clearing remoto podría estimularse su participación y reducir costos de entrada.
<ul style="list-style-type: none">• Restricciones a la demanda de instrumentos de cobertura de inversores institucionales.	<ul style="list-style-type: none">• Permitir la operatoria de instrumentos de cobertura por parte de las compañías de seguro y AFJPs mediante modificaciones en sus respectivos marcos regulatorios.
<ul style="list-style-type: none">• La regulación del BCRA excluye de integración de	<ul style="list-style-type: none">• El BCRA debería revisar esta regulación; la



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

<p>capitales mínimos a aquellos activos expuestos a riesgo de tasa de interés que se encuentran cubiertos por contratos de derivados concertados únicamente con bancos del exterior que cuenten con calificación internacional de riesgo "A" o superior, discriminando en contra de los bancos locales.</p>	<p>exclusión de los activos expuestos a riesgo de tasa de interés con cobertura de bancos locales <i>-que cumplan con el requisito de calificación "A" o superior-</i> reduciría barreras a la entrada a estos mercados.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Superposición de reguladores en/entre jurisdicciones. • Secreto de información entre reguladores. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fomentar procesos sistemáticos de cooperación mediante Memorandos de Entendimientos, propiciar intercambios de conocimientos técnicos y experiencia profesional entre reguladores a nivel local e internacional. • Remover el secreto en la información entre reguladores.
<ul style="list-style-type: none"> • Financiamiento de la CNV con alta participación de partidas presupuestarias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Optar por la independencia financiera de la CNV. En la medida en que el desarrollo y la profundidad de los mercados lo permitan, debería reformularse la estructura de financiamiento, adaptándola a una con mayor injerencia de tasas y aranceles.
<ul style="list-style-type: none"> • Falta de sistematización en la tarea de supervisión de la CNV y los mercados autorregulados. 	<ul style="list-style-type: none"> • Investigaciones innecesariamente largas y en algunos casos infructuosas exigen el diseño y puesta en marcha de programas eficaces de supervisión continua, con remisión de reportes periódicos, siguiendo las mejores prácticas internacionales.
<ul style="list-style-type: none"> • Supervisión de intermediarios financieros (en especial de inversores institucionales) aún no está basada en evaluaciones sistemáticas de riesgos lo cual limita el rol de los mercados de derivados y futuros. 	<ul style="list-style-type: none"> • Adoptar el enfoque de supervisión de inversores institucionales basado en control de riesgos.
<ul style="list-style-type: none"> • Vacío normativo en la aplicación de distintos impuestos de carácter nacional y provincial (Bienes Personales, Ingresos Brutos y a los Sellos). 	<ul style="list-style-type: none"> • Bienes Personales, Impuesto a los Sellos e Ingresos Brutos: definir en la reglamentación de cada impuesto el alcance a instrumentos derivados.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

	<ul style="list-style-type: none">• Reconsiderar la estructura impositiva y su alcance a los fideicomisos en garantía en los casos en que existen vacío normativo y controversia en la aplicación (Bienes Personales, Ganancia Mínima Presunta, Ingresos Brutos y Sellos).
--	--

La introducción de modificaciones que fomenten el desarrollo de los mercados de derivados en Argentina debe incluir como elemento inexorable capacitación y alcance de información relevante a las partes involucradas en las distintas etapas que involucran estos contratos. El mejor entendimiento del funcionamiento de los contratos de futuros y derivados y su dinámica global allanarían el camino para lograr un mayor desarrollo de estos mercados en nuestro país. Para ello, el esfuerzo sincronizado de reguladores, mercados, intermediarios financieros, calificadoras de riesgo e instituciones que fomenten la educación financiera, entre otros, podría aportar en esta tarea.

1. Introducción

1.1 En las últimas décadas, en especial en la década del '90 y en el transcurso de los años 2000, la integración ha sido un elemento distintivo de las relaciones económico-financieras entre países y regiones, en parte estimulada por el avance tecnológico en las telecomunicaciones. En este contexto, los agentes económicos debieron incluir en sus análisis variables adicionales con efectos inciertos sobre sus decisiones de consumo e inversión a lo largo del tiempo. Asimismo, la apertura de la cuenta capital del balance de pagos y un mayor flujo de fondos hacia economías emergentes exigieron dotar a esas economías de la flexibilidad necesaria para recibir dichos recursos y asignarlos de manera eficiente. En efecto, el flujo de capitales del sector privado a las economías emergentes pasó de un promedio anual de u\$s 8.500 millones en la década del '80 a u\$s 146.400 millones promedio anual en el período 1990-1997 (año en que se desacelera significativamente el flujo por la crisis asiática). Más aún, desde 1990 a 1993 el flujo total más que se triplicó, pasando de u\$s 49.600 millones a u\$s 157.200 millones, respectivamente. Sin embargo, en la segunda mitad de aquella década comienzan a revertirse; en 1998 alcanzaron los u\$s 61.200 millones anuales, magnitud que se sostiene hasta el año 2002. Desde ese momento vuelven a incrementarse, alcanzando un flujo estimado anual de u\$s 211.300 millones en 2006³. Las reformas en los mercados de capitales —creación de instrumentos y mercados, regulación y supervisión, régimen impositivo, entre otros— han sido unos de los rasgos distintivos de las reformas estructurales encaradas en ese período. Ello permitió enfrentar los nuevos riesgos inherentes a la integración, aprovechando sus beneficios y acotando sus incertidumbres.

1.2 Argentina participó activamente de ese proceso de reformas realizando los ajustes que la integración exigía, entre ellos los relacionados al mercado de capitales. A lo largo de la década pasada, en especial durante los primeros años, se introdujeron normativas que actualizaban y complementaban el funcionamiento de los mercados de capitales, tanto desde el punto de vista del rol y competencia del ente regulador (CNV) en términos de injerencia, alcance y operaciones, como de la existencia y transparencia de distintos mercados y su funcionamiento. Adicionalmente, la inversión en tecnología e infraestructura en las comunicaciones, operatoria e interconexión de las distintas plazas permitieron explotar de manera eficiente las externalidades del desarrollo de los mercados, contribuyendo a la transparencia, alcance, velocidad y volumen de las operaciones.

1.3 Desagregando mercados, su desarrollo incluyó la mayor utilización de instrumentos de cobertura, en especial futuros agrícolas y opciones sobre acciones. Hacia fines de la década pasada, los volúmenes operados en América Latina representaron el 1.2% del volumen total de contratos de derivados abiertos sobre acciones negociados en el mundo en mercados no organizados (OTC), en tanto que representaron menos del 1.8% del total de derivados financieros comerciados en mercados

³ Desde 2003 el flujo de inversión directa creció a un ritmo promedio de 16% anual, alcanzando u\$s 263.300 millones en 2006. No obstante ello, la reducción de la exposición en inversiones de cartera y otros flujos en economías emergentes implicó que, en términos netos, el flujo de capitales del sector privado a economías emergentes fuera de u\$s 211.300 millones. Estimaciones del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional.

organizados. En la actualidad⁴, en el caso de las operaciones OTC la participación de América Latina se incrementó al 1.6% del total, mientras que en mercados organizados la participación del total de derivados financieros comercializados bajó a menos del 0.7% del total.

1.4 En Argentina, la salida de la convertibilidad en 2002 y la adopción de regímenes cambiario y monetario flexibles generaron la necesidad de contar con instrumentos que permitan cubrir las decisiones económicas y financieras de las familias y las empresas de riesgos de diversa índole (tasa de interés, de cambio, de inflación, y precios de *commodities*, entre otros). Los futuros y derivados cumplen con ese rol, al permitir diversificar y acotar riesgos de manera eficiente y con bajos costos. Sin embargo, alcanzar dichos objetivos de manera óptima exige la disponibilidad de instrumentos, mercados líquidos y profundos, regulación y supervisión adecuados, en línea con las mejores prácticas internacionales y con el respaldo jurídico-legal que brinde garantías a las operaciones. En Argentina, la evidencia empírica comparada con el resto de países y regiones muestra la necesidad de profundizar el desarrollo de los mercados de futuros y derivados.

1.5 Si bien la recuperación del nivel de actividad del mercado de acciones es significativa en los últimos años – 45% promedio en el período 2003-2006 en pesos)⁵-, ganan participación los fideicomisos y las opciones, mientras que el resto de los instrumentos comercializados en el mercado de capitales redujo su participación en el total negociado⁶. En este sentido, en el ROFEX (Bolsa de Comercio de Rosario), mercado líder en Argentina en la actualidad en la comercialización de futuros y derivados de dólar, el volumen negociado anual de futuros y opciones alcanzó un total de 18.2 millones de contratos en 2006, mientras que durante 2005 se comercializó un total de 13.4 millones de contratos (aumento de 36%). Aún así, los volúmenes operados siguen siendo bajos en relación al tamaño de la economía. En número de contratos por dólar de PBI, en 2005 –última información disponible para la comparación– representaron un 32% del total de contratos operados en Brasil y un 53% de los operados en México.⁷ Por otro lado, en el caso del MATBA (Mercado a Término de Buenos Aires), mercado líder en nuestro país en la comercialización de futuros y derivados agrícolas, en 2006 el volumen de negocios representó el 67% de las transacciones realizadas en el promedio 1997-2000, máximos de la década pasada, alcanzando las 14,7 millones de toneladas. No obstante ello, la recuperación desde la crisis de 2001-2002 es significativa, dado que en ese período y en su nivel más bajo alcanzó los 0.83 millones de toneladas anuales.

1.6 La presente Nota continúa el trabajo llevado a cabo por el CEF en materia de Futuros y Derivados⁸, con el objetivo de realizar un análisis cuanti-cualitativo de la situación actual de los mercados de futuros y

⁴ A junio de 2006.

⁵ En dólares el crecimiento anual promedio es de 39.9% en el mismo período.

⁶ Total de operaciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

⁷ En esta comparación se incluye al volumen de operaciones del ROFEX y el total de contratos operados por el Mercado a Término de Buenos Aires. Sin embargo, el volumen operado por este último mercado representa el 1% del total de contratos operados por el ROFEX (aunque en términos de pesos comercializados la brecha es menor).

⁸ Documento de Trabajo N° 15 "Mercado de Futuros y Derivados en Argentina". Fernando Baer, Economista del CEF. Noviembre 2006.

derivados en Argentina, a los efectos de generar las recomendaciones que permitirían desarrollar y fortalecer dichos mercados. En especial, la existencia de instrumentos de cobertura para reducir riesgos asociados permitiría aportar cierto grado de certidumbre al resultado de las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos. Ello reduciría sus costos y contribuiría al aumento del nivel de actividad y crecimiento económico. La Nota está organizada de la siguiente manera: la segunda sección caracteriza estilizadamente los mercados de futuros y derivados mundial y argentino. La tercera sección realiza un diagnóstico de las principales aristas involucradas en la operatoria de futuros y derivados en Argentina, enumerando desde distintas perspectivas los principales títulos que enmarcan los problemas observados; i) el marco institucional y regulatorio vigente en Argentina, su comparación internacional y el nivel de cumplimiento de las mejores prácticas sugeridas por organismos internacionales especializados; ii) análisis de la estructura del mercado argentino, considerando el acceso al mercado de oferentes, demandantes e intermediarios –barreras a la entrada, competencia internacional de servicios de mercados de derivados, entre otros; iii) estructura impositiva actual que incide en las operaciones de futuros y derivados y iv) análisis de la infraestructura de mercado, la plataforma tecnológica y el sistema de pagos y compensaciones vigentes. La cuarta sección presenta las conclusiones del trabajo y una serie de recomendaciones de política económica.

2. Caracterización de los Mercados de Futuros y Derivados: Argentina vs. Resto del Mundo

Operaciones Globales

2.1 En la actualidad, las operaciones de futuros y derivados pueden realizarse básicamente mediante dos tipos de mercados; los mercados organizados y los mercados “over the counter” (OTC). En un mercado organizado se ofrecen los elementos, las herramientas y la estructura institucional adecuada para el intercambio de diversas clases de activos. Su carácter explícito de monitor de las operaciones y, a su vez, de agente encargado de hacer cumplir los contratos allí pactados (enforcement) fortalecen su rol como estructura adecuada para la intermediación, aportando a la solidez, liquidez y profundidad de los mercados. Por otro lado, con el avance de la tecnología y el acceso rápido y a bajo costo de información relevante comenzaron a realizarse operaciones de tipo bilateral, por afuera de los mercados organizados. La facilidad en la transmisión de la propiedad de los contratos y su estandarización permitieron el desarrollo de estas operaciones OTC. Posteriormente, el grado creciente de utilización de estos mercados permitió realizar operaciones con contratos de características y activos específicos, con relevancia exclusiva para las partes intervinientes (“tailor-made contracts”). Entre los usuarios más significativos de estos mercados se encuentran aquellos más sofisticados, tales como bancos e instituciones financieras (por cuenta propia o de terceros), cubriendo mayormente posiciones que involucran riesgo de tasa de interés.

2.2 Sin embargo, este tipo de operaciones, en un principio, no tenía en consideración el riesgo de crédito o de contraparte. Al no existir compensación formal de operaciones este tipo de acuerdos carecía de marco legal específico para garantizar su cumplimiento en situaciones de falta de pago. La evaluación del riesgo de contraparte asumido es resultado exclusivo de los esfuerzos que realicen las partes involucradas. El riesgo se incrementa cuanto mayor es el plazo entre la celebración del contrato y la fecha de entrega del activo subyacente. Asimismo, las pérdidas pueden acumularse con el tiempo. Más aún, una firma que experimenta restricciones financieras puede tener incentivos a comportarse de manera imprudente, incurriendo en riesgo moral e impulsando a su contraparte a un mayor riesgo ante la existencia de figuras legales que contemplan la responsabilidad limitada. Desde hace varios años, los distintos participantes de mercados OTC han venido realizando esfuerzos para darle mayor formalidad a este tipo de contratos, intentando minimizar los riesgos inherentes y dando cumplimiento a las obligaciones contractuales. A través de distintas asociaciones⁹ se determinaron “acuerdos marco”, los cuales estipulan normativa uniforme para este tipo de contratos, básicamente la referida a las cuestiones intrínsecas a la concreción formal de las operaciones y la constitución y ejecución de las garantías que ellas involucran¹⁰.

2.3 En síntesis, las transacciones OTC permiten realizar acuerdos bilaterales mediante contratos no estandarizados, con características y relevancia específicas a las partes intervinientes. Ello favorece a una más eficiente asignación de recursos. Sin embargo, los costos legales asociados ante situaciones de incumplimiento de pago impulsaron a distintas asociaciones especializadas a dar un marco regulatorio adecuado, impulsar los cambios en la legislación que permitan dotar de mayor previsibilidad y garantías a operaciones de este tipo y campañas de educación financiera para sustentar las reformas. Todo lo contrario ocurre en mercados organizados. Pero estos últimos carecen de la flexibilidad y dinamismo de los mercados en los que se negocian activos no estandarizados.

2.4 Sin embargo, independientemente de la modalidad en la que se negocien los contratos de futuros y derivados, su utilización y desarrollo provocaría beneficios adicionales a las economías. En efecto, a nivel macroeconómico, Greenspan (2003) comenta que un mayor desarrollo del mercado de derivados, particularmente en pequeñas economías donde el riesgo idiosincrático es más difícil de administrar, podría facilitar el flujo internacional de capitales y una mejor distribución del ahorro global. El surgimiento de mercados de derivados locales podría incentivar la emisión de títulos de deuda denominados en moneda local en economías pequeñas o emergentes. Ello daría más herramientas a inversores locales e internacionales para cubrir de manera más acabada sus exposiciones al riesgo inherente de un país en particular. En efecto, la mayor utilización a nivel global de instrumentos tales como los futuros de tipo de cambio y swaps han contribuido a la reducción del riesgo de inversiones en

⁹ Por ejemplo la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) o Argentine Derivatives Association (ADA) en Argentina.

¹⁰ Para más detalle, ver Documento de Trabajo N° 15 “Mercado de Futuros y Derivados en Argentina”. Fernando Baer, Economista del CEF. Noviembre 2006.

activos denominados en moneda extranjera. Asimismo, permiten transferir riesgos hacia aquellos agentes con menor aversión a los mismos y/o a aquellos con una menor exigencia de maduración de inversiones (horizonte temporal más largo), lo cual les permite distribuir de manera balanceada pérdidas ocasionales. Adicionalmente, Greenspan (2005) explica cómo la creciente utilización de derivados por parte de las instituciones financieras norteamericanas dotó de mayor flexibilidad al sistema, comportamiento evidente desde el ciclo de crédito que se inició en 2001-2002. En efecto, el uso de derivados propició la cobertura de los distintos instrumentos ofrecidos y demandados tradicionalmente por las instituciones financieras y en consecuencia la minimización de los riesgos asociados, todo ello implementado bajo el concepto financiero de administración de cartera. En ese sentido, la implementación de Basilea II y la adecuación de los requerimientos de capital contribuyó a la rápida utilización de instrumentos de cobertura bajo una sofisticada y sistemática estrategia de manejo de riesgos.

2.5 La utilización de futuros y derivados globalmente es altamente significativa. En efecto, a junio de 2006¹¹, el volumen global de contratos pendientes de futuros y derivados ascendió a u\$s 445.500 miles de millones¹² (946% del PBI global). Según el BIS (2006) de ese total, el 83% fue negociado en mercados OTC, mientras que el 17% restante fue en mercados organizados. La suma representa un aumento interanual del 31%, con operaciones en mercados OTC creciendo al 31.4% y aquellas en mercados organizados al 29.2%.

2.6 El Cuadro N°2 muestra la composición de las operaciones OTC globales, por riesgo cubierto y por instrumento empleado. En los años 2005 y 2006 prácticamente se mantuvieron las proporciones de instrumentos empleados y la incidencia de riesgos con necesidades de cobertura, con preponderancia de operaciones por riesgo de tasa de interés mediante la utilización de swaps y en menor medida con forwards. Más aún, en junio de 1998, primer registro disponible de la serie, la mayor cobertura también fue por riesgo de tasa de interés, aunque el riesgo por tipo de cambio preocupaba en mayor medida que lo registrado en los últimos años; en 1998, del total de las operaciones el 59% fue para cobertura por tasa de interés, pero el 26% (y no el 10% aproximadamente como en los últimos años) fue por tipo de cambio. La crisis mexicana en 1994 (Tequila) y las sucesivas crisis en países en desarrollo¹³ finalizaron con ajustes de los desequilibrios externos mediante devaluaciones de las monedas locales. Muy probablemente ello significó al mercado global mayores niveles de cobertura por operaciones de tipo de cambio. El Gráfico N°1 muestra la tendencia de las operaciones OTC y la evolución de la composición de los riesgos cubiertos en el total de operaciones.

Cuadro N°2: Operaciones OTC Globales – Valores Nacionales, por Riesgo Cubierto y por Instrumento

	En miles de millones de u\$s		En % del total**	
	2005*	2006*	2005*	2006*
Tipo de Cambio	31.081	38.111	11,0%	10,3%
Futuros y swaps de tipo de cambio	15.801	19.415	50,8%	50,9%
Swaps de moneda	8.236	9.669	26,5%	25,4%
Opciones	7.044	9.027	22,7%	23,7%
Tasa de Interés	204.795	262.296	72,3%	70,9%
Forwards	43.973	18.117	6,8%	6,9%
Swaps de tasa de interés	163.749	207.323	80,0%	79,0%
Opciones	27.072	36.856	13,2%	14,1%
Acciones	4.551	6.783	1,6%	1,8%
Forwards y swaps	1.086	1.423	23,9%	21,0%
Opciones	3.464	5.361	76,1%	79,0%
Commodities	2.940	6.394	1,0%	1,7%
Oro	288	456	9,8%	7,1%

¹¹ Ultima información suministrada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), quien releva información global provista por los Bancos Centrales del G10 y que es informada por los principales intermediarios de derivados a nivel mundial.

¹² Cifras nacionales. Se incluyen para mercados organizados únicamente las operaciones con derivados financieros.

¹³ Suedeste de Asia, Rusia, Brasil y finalmente Argentina en 2001.

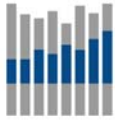
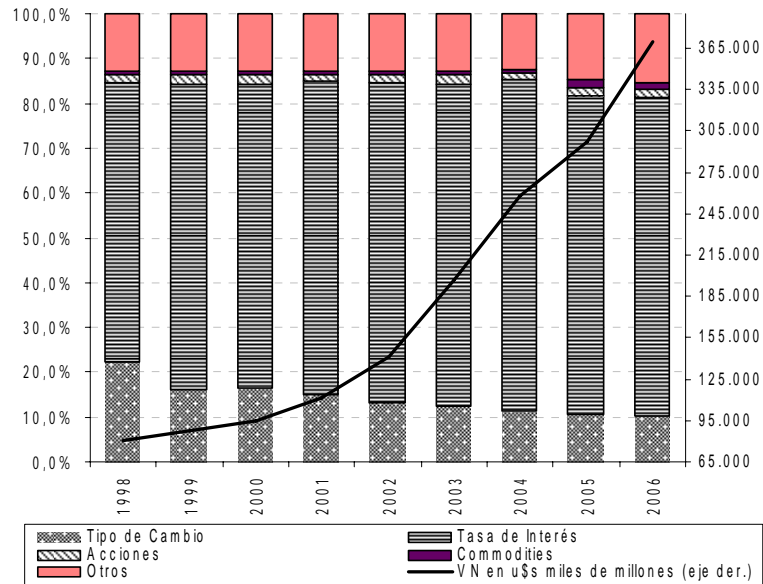


Gráfico N°1: OTC – Evolución de Valores Nacionales, por Riesgo Cubierto y por Instrumento



VN = Valores Nacionales.
Fuente: BIS

2.7 El objetivo de este párrafo es realizar un análisis de las tendencias globales de las operaciones de derivados OTC sin intentar responder preguntas detalladas de riesgos y los distintos instrumentos operados. Sin embargo, un análisis más comprehensivo de las características de las operaciones de cobertura por riesgo de tasa de interés en 2006, dada su participación de casi el 71% en el total, permitiría mostrar de manera estilizada quienes son los operadores globales más frecuentes, plazos y monedas involucradas, entre otros. Del total de operaciones de tasa de interés el 88% de los involucrados fueron instituciones financieras (bancos con el 44% del total y otras instituciones financieras con el 48% restante), mientras que apenas el 12% fueron consumidores no financieros. Adicionalmente, del total de operaciones por u\$s 262.300 miles de millones, el 73% fue para cobertura por riesgo con operaciones que involucraron euros (40%) y dólares estadounidenses (33%), el 12% para operaciones con yenes, el

7% para libras esterlinas y el resto (8%) se distribuye entre otras monedas. En términos de plazos, las operaciones están relativamente balanceadas, aunque existe un cierto sesgo que refleja incertidumbre en el mediano plazo; el 39% son operaciones con madurez de entre 1 y 5 años, el 35% involucra operaciones con madurez menor a 1 año y el 26% restante a operaciones de más de 5 años de plazo. Por último, del total de estas operaciones el 79% se realizó mediante *swaps*¹⁴.

2.8 El BIS recopila información adicional a las cifras nacionales de contratos totales de futuros y derivados. La medición de los totales de contratos negociados en base a cifras nacionales permite tener una idea de la profundidad de los mercados pero no sacar conclusiones respecto de las magnitudes expuestas a riesgo (en especial de contraparte). No obstante, a través del valor bruto de mercado puede aproximarse dicha magnitud. En efecto, esta variable refleja la suma de todas las posiciones abiertas¹⁵ (positivas o negativas) de los intermediarios y el concepto de bruto refiere a la suma de posiciones de cada intermediario sin compensar las ganancias con las pérdidas por operaciones con una misma contraparte. Así, a junio de 2006, del total de contratos OTC por u\$s 369.900 miles de millones estaban expuestos a riesgo potencial u\$s 10.100 miles de millones (el 2.7% del total negociado y el 21.5% del PBI global). En términos de instrumentos y de riesgos cubiertos, para 2005 y 2006 las conclusiones sobre las tendencias y comportamientos observados para los contratos a valor nominal son también válidas para los valores brutos de mercado (Ver Anexo 1).

2.9 En cuanto a las operaciones en mercados organizados, el BIS reportó que del total de u\$s 75.600 miles de millones de valores nominales de derivados financieros¹⁶ a junio de 2006, u\$s 25.800 miles de millones correspondieron a operaciones con futuros (34% del total) y u\$s 49.800 miles de millones a operaciones con opciones (66% del total). Los Gráficos N°2 y N°3 muestran la distribución de operaciones por riesgo cubierto y por región. En el primero de ellos puede observarse que, con igual tendencia que en los mercados OTC, la mayor parte de los negocios se hicieron por cobertura de riesgo de tasa de interés, con un 90% del total, mientras que apenas el 10% por acciones y prácticamente fueron nulas aquellas por moneda (0.3%). El Gráfico N°3 muestra que del total, 61% de las operaciones se realizaron en América del Norte, casi la mitad en Europa (33%), el 6% en la región de Asia y Pacífico y el resto en otros mercados. Este último porcentaje representa u\$s 513.500 millones, que incluye entre otros mercados a América Latina. En cuanto a los volúmenes comercializados de *commodities*, la

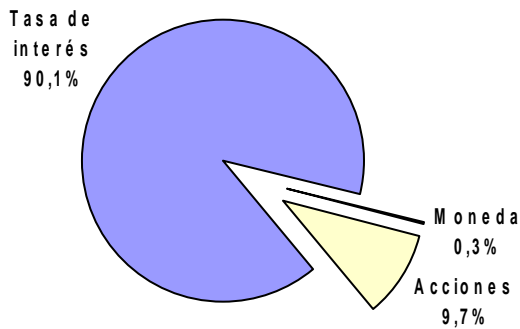
¹⁴ A modo de comparación interanual, en el año 1999, del total de operaciones de cobertura por riesgo de tasa de interés en mercados OTC, u\$s 60.100 miles de millones, el 91% fue con instituciones financieras, mientras que el 9% restante con consumidores no financieros, prácticamente las mismas proporciones que las registradas 6 años más tarde. En términos de monedas involucradas, el 62% fue con operaciones en dólares estadounidenses y euros, en tanto que el 20% del total fue con yenes (contra un 12% en 2006). A nivel de plazos, se registró diferencia interanual en los de corto plazo y los de más largo plazo, mientras que se mantuvo relativamente igual la participación de los de mediano plazo. Por último, el 73% del total de operaciones de tasa de interés se realizó a través de *swaps*.

¹⁵ Posición abierta de cada agente es la cantidad neta de derivados comprados o vendidos por dicho agente en un mismo mercado.

¹⁶ Interés Abierto. No se incluyen las operaciones con *commodities*.

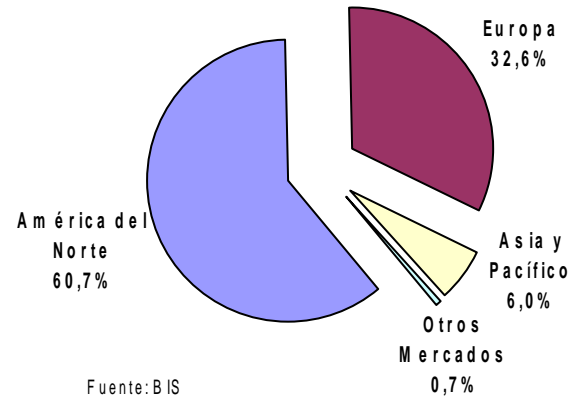
información del BIS permite inferir que alcanzó aproximadamente el 12% del total de contratos de derivados operados en mercados organizados¹⁷.

Gráfico N°2: Mercados Organizados: Año 2006
Riesgo Cubierto – Participación



Fuente: BIS

Gráfico N°3: Mercados Organizados: Año 2006
Regiones – Participación



Fuente: BIS

2.10 En síntesis, durante 2006 a nivel global la mayor cantidad de operaciones de derivados la realizaron instituciones financieras a través de operaciones OTC y correspondieron a negociaciones que principalmente cubrían riesgo de tasa de interés mediante la utilización de swaps. Asimismo, la mayor porción de las operaciones involucraron períodos de entre 1 y 5 años. Aproximadamente el 21.5% del PBI global está expuesto a riesgo de mercado y de contraparte por contratos OTC. Si bien existen algunos matices, este comportamiento es similar al registrado en 1998. En cuanto a la porción de negocios realizados en mercados organizados, en 2006 se observó similar comportamiento que en las operaciones OTC, con preponderancia de negocios por cobertura de tasa de interés pero con una participación significativa de operaciones realizadas en mercados de América del Norte.

Operaciones en Argentina

Mercados Organizados

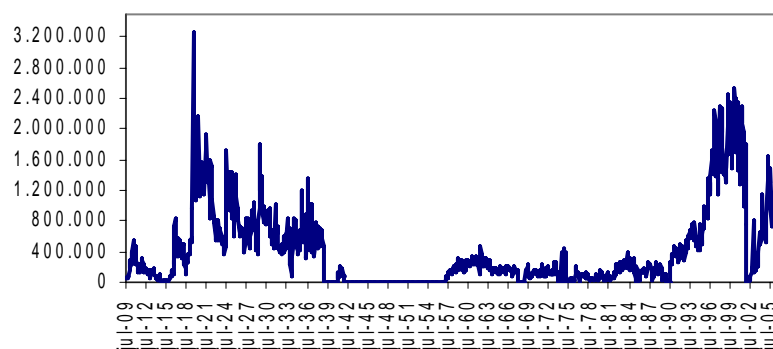
2.11 En Argentina, existen en la actualidad básicamente dos mercados organizados de futuros y opciones; el Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX) y el Mercado a Término de Buenos Aires S.A (MATBA)¹⁸. Fueron creados en la década del '10 del siglo pasado, acompañando la etapa de nuestro país de fuerte productor y exportador de granos. Si bien atravesaron períodos de elevada volatilidad y escasez de negocios, ambos mercados subsistieron a lo largo de los años. El Gráfico N°4 muestra la evolución de los volúmenes operados de futuros y opciones en el MATBA desde sus inicios, en toneladas. Entre los años '20 y '40 del siglo pasado, si bien es notoria una tendencia decreciente a lo largo del período, los

¹⁷ Medido en número de contratos.

¹⁸ En el Merval pueden operarse opciones sobre acciones.

volúmenes comercializados alcanzaron el mayor registro histórico. Luego de una etapa de producción prácticamente nula de más de 40 años (desde 1960 hasta 1990 aproximadamente), en 1991-92 comenzaron a recuperarse nuevamente. En efecto, en los '90 los mercados de futuros agropecuarios locales comenzaron a resurgir de la mano de la negociación, compensación y liquidación en dólares y la liberación del comercio de granos. La tendencia se sostuvo hasta el año 2001, cuando la crisis del sistema financiero y la pesificación de la economía y sus operaciones produjeron una caída abrupta en los volúmenes negociados. Desde el año 2002 volvieron a recuperarse los volúmenes operados, creciendo a una tasa promedio anual del 147%. Ello significó que en 2006 se registrara un volumen de negocios que representó el 68% de las transacciones realizadas en el promedio 1997-2000, máximos de la década pasada, alcanzando las 14,7 millones de toneladas.

Gráfico N°4: Evolución Volúmenes Futuros y Opciones Operados en MATBA (en toneladas)

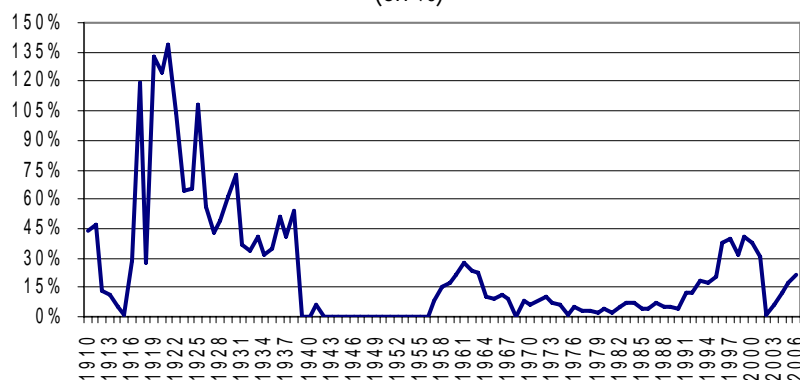


FUENTE: MATBA

Sin embargo, el bajo grado de desarrollo actual de los mercados de derivados de granos resulta aún más evidente cuando se compara las transacciones en derivados con la producción total de granos. El Gráfico N°5 muestra la evolución de los volúmenes operados de futuros y opciones en el MATBA como porcentaje de la producción total de granos¹⁹. En efecto, a principios del siglo pasado, la posición agrícola dominante a nivel global del mercado local significó una relación de más del 135% del volumen operado de futuros en relación a la cosecha del mismo período. Desde ese momento, comenzaron a reducirse, hasta desaparecer entre principios de la década del '40 y fines de la década del '50. Desde ese momento se recuperaron los niveles, aunque se mantuvieron bajos hasta la década del '90, representando en promedio el 8.6% del total producido. En la última década del siglo pasado comenzaron a recuperarse, alcanzando un máximo del 41% del total en el año 1999, para luego reducirse significativamente; en 2006, los volúmenes operados representaron el 21% del total producido, apenas 1/7 del máximo histórico.

¹⁹ Producción total de aquellos granos comerciados en el MATBA.

Gráfico N°5: Evolución Volúmenes Futuros y Opciones Operados en MATBA/Cosecha Total de Granos (en %)



FUENTE: MATBA y MECON

2.12 Hasta el año 2002, los mercados de futuros y opciones en nuestro país se habían limitado básicamente a productos agropecuarios²⁰. En ese momento, la salida de la convertibilidad exigió definir una nueva estrategia para una mejor administración de riesgos. A mediados del año 2002, ROFEX obtuvo aprobación de la Comisión Nacional de Valores para comenzar a negociar futuros y opciones sobre dólar estadounidense (Dólar ROFEX)²¹. De esta manera, amplió su oferta de derivados agropecuarios a derivados financieros, permitiendo la participación de agentes provenientes de sectores ajenos al agrícola²², estimulada mediante la desmutualización del mercado y previamente, en 1999, mediante la creación de la figura de contraparte central, a través de Argentina Clearing²³. Dichas medidas generaron efectos positivos sobre los canales de distribución, lo cual logró ampliar el abanico de participantes de distintos sectores económicos, asegurando un crecimiento significativo de la liquidez en el mediano plazo.

2.13 Posteriormente, la adopción y cumplimiento de estándares internacionales recomendados para las buenas prácticas de contrapartes centrales también permitió el ingreso de nuevos jugadores (desde junio de 2005 el Banco Central de la República Argentina es una de las entidades que opera habitualmente en ROFEX). En efecto, durante los dos años comprendidos entre el segundo semestre de 2003 y el primer semestre de 2005, Argentina Clearing S.A. fue tomando una serie de medidas que tenían como principal fin el cumplimiento de los máximos estándares internacionales. Entre las principales medidas se puede mencionar: i) revisión integral del Reglamento Interno; ii) redacción de nuevos contratos de fideicomisos de garantía; iii) redacción de toda la documentación a suscribir por los Miembros Compensadores (MC); iv) desarrollo de sistemas de medición de riesgo en tiempo real; v) desarrollo del *front-end de backoffice* para los MC y *webservice* para automatización de la conexión de ellos con la Cámara Compensadora; vi) habilitación de cuentas Medio de Pago Electrónico (MEP) en el

²⁰ Soja, Trigo, Maíz y Girasol.

²¹ Posteriormente el Merval obtuvo autorización para negociar un producto casi idéntico denominado Indol.

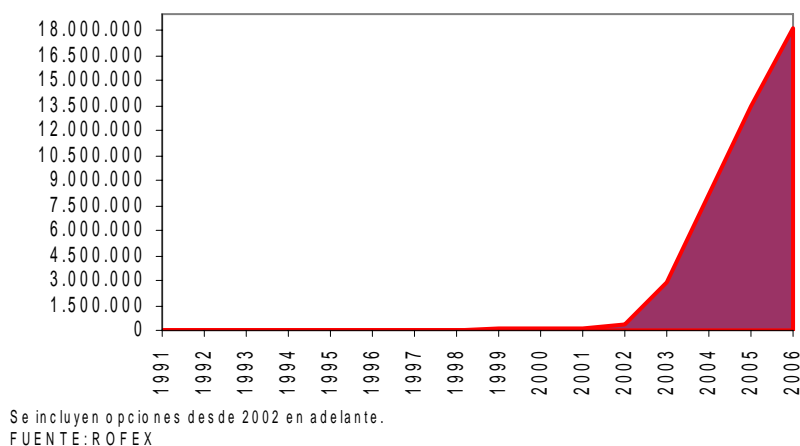
²² Para ello creó la División de Derivados Financieros de ROFEX.

²³ Entró en funciones formales en noviembre de 2002.

BCRA; vii) cambio de razón social; viii) implementación de un fondo de garantía aportado por la Bolsa de Comercio de Rosario; ix) implementación de un Fideicomiso de Garantía con aportes de todos los MC y mancomunado entre ellos; x) redacción e implementación de todos los manuales de procedimientos internos; xi) contratación de auditorías externas de sistemas, riesgos y controles internos y xii) aumento del patrimonio de la sociedad, entre los más significativos.

2.14 Si bien desde 1991 los flujos de negocios crecieron prácticamente de manera ininterrumpida²⁴, el ritmo de expansión se multiplicó desde el año 2002, pasando de un nivel de transacciones promedio de 160.000 contratos anuales en 2001 a uno de 18.200.000 en 2006. El Gráfico N°6 muestra dicha expansión.

Gráfico N°6: Evolución Volúmenes Futuros y Opciones Operados en ROFEX
(en contratos)



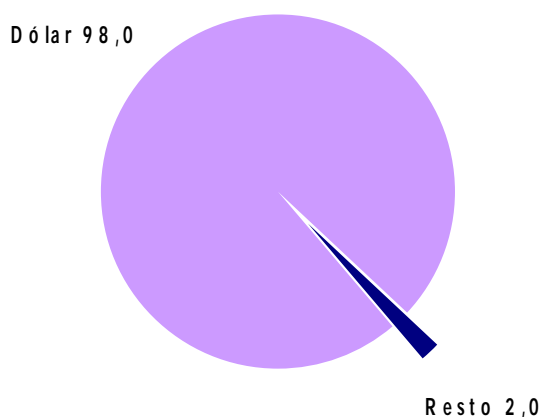
2.15 El ingreso de participantes en la operatoria de derivados financieros y la necesidad de administrar el riesgo por tipo de cambio se materializan en la concentración de los instrumentos utilizados y las magnitudes de los distintos riesgos cubiertos. En efecto, del volumen total de contratos comercializados en 2006, el 98% correspondió a dólar, mientras que el 2% restante abarcó contratos agrícolas y, en menor medida, euros. El Gráfico N°7 muestra la importancia relativa de la cobertura por riesgo de dólar estadounidense. A su vez, el Gráfico N°8 permite observar que del total de operaciones concertadas, el 99.1% se realizó mediante futuros, mientras que en opciones se negoció el restante 0.9%. Ambos gráficos resumen la naturaleza y los instrumentos de las operaciones mediante los cuales se concertan las operaciones en Argentina en la actualidad; riesgo por tipo de cambio (dólar estadounidense) a través de futuros. Aún restan desarrollar otros mercados de cobertura, como por ejemplo los de tasa de interés, como se lo comentó, los de mayor actividad en el mundo indistintamente en mercados organizados u OTC. Un marco de política macroeconómica sustentable en el largo plazo permitiría extender plazos en los contratos financieros, lo cual crearía la necesidad de cobertura por

²⁴ Sólo en el año 2000 se reducen respecto del período anterior.

riesgos de tasas de interés. En este sentido, es destacable el avance que la CNV está haciendo en los últimos tiempos para desarrollar y crear nuevos instrumentos de cobertura. En efecto, mediante la Resolución N° 15.566 definió los términos y condiciones del Contrato de Futuro "Contratos de Futuros y Opciones Sobre Títulos Públicos" presentado por el Mercado a Término de Rosario S.A (ROFEX), en tanto que mediante la Resolución N° 15.567 autorizó al Mercado Abierto Electrónico S.A (MAE) a realizar en su ámbito la operatoria de Swaps sobre índices y tasas de interés.

Gráfico N°7: Operaciones ROFEX 2006

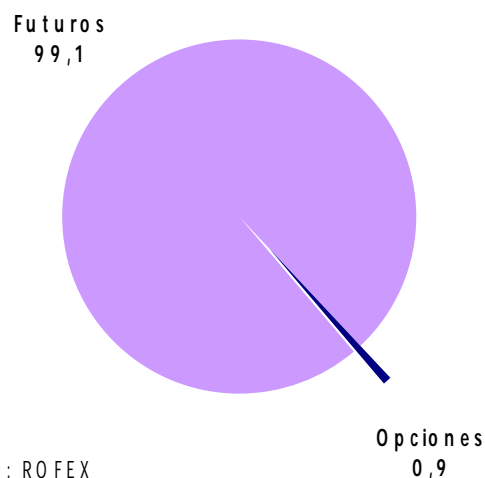
Riesgo Cubierto – Participación en %



Fuente: ROFEX

Gráfico N°8: Operaciones ROFEX 2006

Instrumentos – Participación en %



Fuente: ROFEX

2.16 En relación a los volúmenes globales, el alcance y tamaño de los mercados de derivados en nuestro país siguen siendo bajos. Según el desempeño del ROFEX, mercado líder de futuros y derivados de tipo de cambio, en 2005 (última información disponible) Argentina ocupó el puesto número 28 en el ranking mundial de volúmenes operados (medidos en términos de número de contratos) que elabora la Futures Industry Association (FIA), considerando los primeros 40 mercados a nivel global. En relación a 2004, Argentina avanzó apenas un punto en dicha escala. Sin embargo, el incremento de los negocios fue altamente significativo, al haberse expandido un 68.7% en 2005, el segundo crecimiento más alto, luego del registrado por India en el mismo período (72.5%). El Cuadro N°3 presenta dicho ranking y en base a los volúmenes operados, muestra que Argentina representó en 2005 el 0.3% del total de contratos celebrados (contra una participación del 0.2% en el año 2004).

2.17 El Cuadro también reafirma el elevado grado de concentración de la industria a nivel mundial. De las 40 principales bolsas, en 2005 el 70% de los negocios se realizaron en los 5 primeros mercados; el 84% se concretó en los primeros 10. No obstante ello, en términos de crecimiento del mercado Argentina aún presenta un alto potencial, considerando que los volúmenes operados siguen siendo bajos en relación al tamaño de la economía. En número de contratos por dólar de PBI, en 2005 representaron un

32% del total de contratos operados en Brasil y un 53% de los operados en México²⁵. En este sentido, las insuficientes mejoras en la política macroeconómica y en los marcos regulatorio, impositivo e institucional, entre otros, podrían constituirse en limitantes estructurales para alcanzar las escalas relativas observadas en otros países de la región.

Cuadro N°3: Volúmenes Operados – Ranking de los 40 Principales Mercados Organizados

Ranking		Mercado	Volumen (en contratos)		
2005	2004		2005	2004	Var %.
1	2	Chicago Mercantile Exchange	883.118.526	664.884.607	32,8%
2	1	Eurex	784.896.954	684.630.502	14,6%
3	3	Chicago Board of Trade	561.145.938	489.230.144	14,7%
4	4	Euronext.liffe	343.839.003	305.922.230	12,4%
5	6	Bolsa de Mercadorías & Futuros	187.850.634	173.533.508	8,3%
6	7	New York Mercantile Exchange	166.608.642	133.284.248	25,0%
7	10	National Stock Exchange of India	116.286.968	67.406.562	72,5%
8	5	Mexican Derivatives Exchange	107.989.126	210.355.031	-48,7%
9	8	Dalian Commodity Exchange	99.174.714	88.034.153	12,7%
10	11	London Metal Exchange	70.444.665	67.171.973	4,9%
.....
25	27	Bourse de Montreal	18.240.633	12.900.821	41,4%
26	26	Osaka Securities Exchange	18.070.352	14.583.283	23,9%
27	28	Hong Kong Exchanges & Clearing	13.433.386	11.884.152	13,0%
28	29	Mercado a Término de Rosario	13.051.248	7.735.890	68,7%
29	30	Tokyo Financial Exchange	11.057.134	7.655.510	44,4%
30	31	Italian Derivatives Exchange	10.832.975	6.551.211	65,4%
.....
39	40	Winnipeg Commodity Exchange	2.047.183	2.030.455	0,8%
40	34	Osaka Mercantile Exchange	1.602.257	3.842.553	-58,3%
Concentración:					
Volumen de las 5 primeras/total			69,8%	66,7%	4,7%
Volumen de las 10 primeras/total			84,0%	83,0%	1,2%

No se incluyen opciones sobre futuros.

FUENTE: FIA.

2.18 Mientras tanto, es destacable el esfuerzo en la integración de operatoria y mercados que se están realizando a nivel regional. Tal es el caso de ROFEX y la Bolsa de Mercadorías y Futuros (BMF) de Brasil, de Bovespa de Brasil y la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) de México y la reciente integración de New York Stock Exchange (NYSE) – Euronext. Esta tendencia también se está dando a través de adquisiciones, tales como la propuesta en curso de NASDAQ a la London Stock Exchange. A través de estos procesos se lograría ampliar la oferta de productos, diversificar riesgos, promover mayor profundidad y liquidez en los mercados y alcanzar economías de escala.

Mercados OTC

2.19 Desde mediados de la década del '90 y hasta la crisis producida a fines de 2001, Argentina había conseguido desarrollar, aunque de manera incipiente, un mercado de derivados OTC, mayormente a partir de la negociación de *forwards* sobre la cotización del dólar (aproximadamente u\$s 3.000 millones

²⁵ En esta comparación se incluye al volumen de operaciones del ROFEX y el total de contratos operados por el Mercado a Término de Buenos Aires. Sin embargo, el volumen operado por este último mercado representa el 1% del total de contratos operados por el ROFEX (aunque en términos de pesos comercializados la brecha es menor).

a diciembre de 2001). La Argentine Derivatives Association desarrolló un marco acuerdo similar al que se utiliza en las transacciones de derivados internacionales, adaptado a la legislación de nuestro país. Este último pretendía generar un estándar en las operaciones interbancarias de derivados y dar cierta protección jurídica ante la ausencia de una Ley de Netting (Ver sección 3).

2.20 Sin embargo, todas estas previsiones no fueron suficientes al alterarse la paridad cambiaria y producirse la pesificación de las obligaciones en dólares. De esta forma los contratos bilaterales realizados entre entidades financieras se vieron afectados sucesivamente por varios decretos, que impusieron primero la pesificación uno a uno, luego el cumplimiento a tipo de cambio libre y finalmente a la paridad de \$ 1,40. Esta situación generó fuertes conflictos entre las entidades financieras que se veían favorecidas o perjudicadas por decisiones discrecionales. A esto se sumó: i) el perjuicio sufrido en los balances producto de la pesificación asimétrica y el *default* de los bonos y ii) la visión que tenían las casas matrices de los bancos internacionales sobre lo sucedido en Argentina. Las consecuencias de todo lo enumerado fueron la eliminación o disminución radical de las líneas de crédito que se mantenían entre entidades financieras, desapareciendo las concertaciones de contratos bilaterales, fundamentalmente de *forwards*. En la actualidad, no existen cifras ni volúmenes de contratos OTC oficiales que permitan identificar el tipo de operaciones, los riesgos cubiertos y los instrumentos utilizados.

2.21 En síntesis, la segunda sección mostró la magnitud y el alcance del mercado de derivados en el mundo y en Argentina. Comprender su funcionamiento y tendencia global permite extraer conclusiones válidas respecto de su relevancia, necesidad y mejores formas de organización, acercando elementos para fomentar su desarrollo en nuestro país. En efecto, del volumen global de contratos pendientes de futuros y derivados (946% del PBI global), las 4/5 partes fue negociada en mercados OTC, realizadas por instituciones financieras, cubriendo riesgo de tasa de interés mediante la utilización de *swaps*, con la característica básica de tratarse de contratos a medida ("*tailor-made*"). En este sentido, la importancia global de este tipo de acuerdos requeriría impulsar los mercados OTC en nuestro país. Al mismo tiempo, impulsar el desarrollo conjunto e independiente de los mercados organizados permitiría cubrir las preferencias de los distintos usuarios de contratos de derivados; aquellos más sofisticados, con necesidad de contratos flexibles, de tipo "*tailor-made*", y aquellos menos entendidos, que buscan cobertura con las características de los mercados organizados, con contrapartida central para la compensación y liquidación de operaciones.

3. Diagnóstico de la Operatoria de Futuros y Derivados en Argentina

Marco Institucional y Regulatorio

Regulación de Mercados

3.1 La actividad de los mercados de derivados en Argentina se emplaza dentro del marco institucional y regulatorio definido por la CNV, creada por la Ley 17.811 con el objetivo de brindar oferta

pública a títulos valores, velando por la transparencia de los mercados nacionales, la correcta formación de precios en los mismos y la protección de los inversores. En su tarea debe regular, fiscalizar y controlar a los participantes del mercado de capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y objetivos regidos por la Ley 17.811 y Decretos reglamentarios. Sus operaciones se centran en la divulgación de información oportuna, completa y veraz. En base a ello promueve el desarrollo de un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente que redunde en el beneficio de todos los agentes intervinientes. Entre sus tareas se incluyen:

- Autorizar, suspender y cancelar la oferta pública de acciones;
- Autorizar la emisión de Títulos Privados, Fondos Comunes de Inversión, Fideicomisos Financieros, Obligaciones Negociables;
- Recibir e investigar las denuncias y reclamos presentados por los participantes del mercado de capitales;
- Requerir informes y realizar inspecciones e investigaciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización y
- Adoptar las medidas administrativas y disciplinarias que sean necesarias para asegurar la correcta aplicación de sus misiones y funciones.

En lo concerniente a los mercados de derivados, la CNV es el organismo que controla y regula los Mercados de Futuros y Opciones:

- Autoriza el funcionamiento de los Mercados de Futuros y Opciones y
- Aprueba los términos y condiciones de los contratos de futuros y opciones. Cuando el producto subyacente es de índole agropecuario, la CNV ejerce su rol en conjunto con la Secretaría de Agricultura, Pesca y Alimentación.

3.2 En su tarea de regulación de la oferta pública de contratos de derivados²⁶, mercados, cámaras de compensación e intermediarios, la CNV dispone que los mercados funcionen como entidades autorreguladas, con el objeto principal de permitir la negociación y registro de las operaciones de derivados. Bajo la autorregulación, los mercados deberán estar constituidos bajo la forma de sociedades anónimas²⁷ y establecerán las normas que aseguren la negociación de derivados, definiendo: i) las personas habilitadas para la negociación; ii) el mecanismo de negociación; iii) el registro inmediato de los precios convenidos en cada operación²⁸; iv) el uso de comprobantes de negociación con información específica y su registro²⁹; v) los mecanismos de fiscalización y control de la negociación y vi) la identificación de los comitentes en cada operación para la constitución de los márgenes de garantía. Adicionalmente, la CNV exige que cada mercado posea un Código de Ética, a los efectos de propiciar

²⁶ Contratos a término, de futuros y opciones.

²⁷ Con acciones nominativas no endosables o escriturales.

²⁸ Dentro de los cinco minutos de concertado el contrato.

²⁹ Dentro de los 15 minutos posteriores de producida la negociación.

mayor transparencia en las operaciones y la protección del inversor. El mismo deberá disponer los mecanismos pertinentes para i) asegurar la lealtad de los agentes a los inversores; ii) cumplir con las reglas del mercado; iii) prevenir y sancionar la manipulación de los mercados y el fraude; iv) evitar y sancionar las operaciones prohibidas³⁰ y v) proteger al inversor.

3.3 La interacción entre los mercados y la CNV incluye la presentación ante dicho organismo de información relevante de los mismos como condición necesaria para mantener su condición de plaza de negociación. En efecto, para mantener este estatus, deben presentar información sobre i) el contrato y estatuto social registrado; ii) reglamento interno aprobado por el directorio; iii) toda otra normativa aprobada por el directorio; iv) organigrama, manual de funciones y procedimientos administrativos y operativos y v) nómina de los integrantes de los órganos de administración y fiscalización. En los casos en que los mercados operen con sistemas de negociación electrónica, deberán presentar adicionalmente a) las carpetas de los sistemas y los subsistemas asociados y b) toda información necesaria para ejercitar un adecuado control de las operaciones. Además, los mercados deberán contar con un registro computarizado y rubricado para asegurar la inalterabilidad de la información de las operaciones, con el requerimiento de que permita el registro temporal de las operaciones, de manera de armar, de ser necesario, la secuencia de las negociaciones.

3.4 En pos de la transparencia de las operaciones, la CNV exige a los mercados la difusión diaria por tipo de derivado de los precios de apertura, máximo, mínimo, cierre y ajuste, volumen e Interés Abierto, en número de contratos en medios masivos de comunicación. Además, deberán llevar un registro de la secuencia de precios de las operaciones, independientemente si las negociaciones fueron concertadas o no. Mensualmente deberán informar los volúmenes registrados en derivados por tipo y por agente, segregando entre aquellas negociaciones por cuenta propia y aquellas de terceros.

3.5 En cuanto al poder disciplinario, la CNV autoriza a los mercados a contar con un poder sancionatorio de agentes e intervinientes en la negociación si no se cumplieran correctamente los principios de debido proceso y seguridad jurídica y en los casos en que se afecte la transparencia de las operaciones y la seguridad del inversor. El esquema de sanciones deberá ser presentado y aprobado por la CNV. La implementación de las tareas de control y fiscalización serán realizadas por una División creada a tal efecto, que deberá mantener informada a la CNV en todo lo referido a las denuncias, investigaciones y gestión de los sumarios y sanciones adoptadas. Sin embargo, diversos factores afectan el funcionamiento de los mercados autorregulados como autoridad supervisora y de la CNV como autoridad ulterior superior. En efecto, en casos recientes de investigaciones los mercados autorregulados desarrollaron investigaciones innecesariamente largas y en numerosos casos no se aprecia una investigación exhaustiva de los intervinientes cuestionados.

³⁰ Aplicar el orden de un comitente a otro, aparentar la realización de operaciones sin registración y obrar como contraparte del comitente sin ejecutar las operaciones en el recinto.

3.6 En cuanto a la autoridad de la CNV, su programa de supervisión de los mercados autorregulados tendría algunas fallas; si bien la CNV tiene un plan de inspección, no se exigen reportes programados o preestablecidos a los mercados autorregulados en su tarea de supervisores. Uno de los argumentos que habitualmente se esbozan como limitante de una adecuada supervisión es la restricción presupuestaria que enfrentaría la CNV. En el Cuadro N°4 puede apreciarse que en una comparación internacional, el regulador/supervisor en nuestro país enfrentaría restricciones financieras para desarrollar adecuadamente su tarea. Si bien a nivel de ingresos/entidad supervisada, gastos/entidad supervisada y de entidad supervisada/número de empleados la CNV no observaría condicionantes presupuestarios para una supervisión adecuada y efectiva, a nivel de ingresos y gastos por número de empleados las restricciones son significativas; gastos/número de empleados representa 1/3 del gasto de Brasil, 1/6 del de Chile y 1/4 del de España. El análisis de estas relaciones permitiría inferir que la CNV estaría enfrentando problemas de financiamiento de sus actividades; y que la aparente ineficiencia podría ser atribuida a problemas de escala. Por otro lado, a diferencia de Brasil y España, la CNV i) tiene una estructura de ingresos altamente dependiente de la discrecionalidad del Presupuesto Nacional (63% de los ingresos totales provienen del presupuesto vs. 10% en España y Brasil). Adicionalmente, existen cuestiones de regulación cruzada con efectos negativos que impiden el accionar completo de supervisión de la Comisión; por ejemplo, rige para la CNV el secreto bancario. Todo lo mencionado condiciona la tarea de supervisión del regulador.

Cuadro N°4: Ingresos y Gastos del Ente Regulador/Supervisor – Países Seleccionados

	Argentina	Brasil	Chile	España
Cifras en millones de u\$s				
Ingresos	3,7	49,4	40,9	59,6
Tasas y aranceles	1,4	44,4	0,0	53,9
Presupuesto Nacional y Otros	2,3	4,9	40,8	5,7
Gastos	3,6	38,0	40,9	35,5
Resultado	0,0	11,3	0,0	24,1
Número de Empleados*	138	503	246	318
Entidades Supervisadas	525	14.508	4.564	6.877
Ratios				
Ent. Superv./Nº Empleados	4	29	19	22
Ingresos/Ent. Superv (en u\$s)	7.001	3.403	8.959	8.670
Ingresos/Núm. Empleados (en u\$s)	26.635	98.161	166.219	187.500
Gastos/Ent. Superv (en u\$s)	6.938	2.622	8.959	5.162
Gastos/Núm. Empleados (en u\$s)	26.394	75.630	166.219	111.635
Tasas y aranc./Ingresos	37%	90%	0%	90%

* En el caso de Chile, la nómina de empleados corresponde al año 2003.

Información para Argentina según Presupuesto 2006, Brasil 2005, Chile 2005 y España 2004.

FUENTE: CEF en base a MECON, SVS, CNMV y CVM.

3.7 La CNV también exige a los mercados que confeccionen y presenten para su aprobación un sistema de monitoreo de las operaciones, el cual debe considerar i) el cumplimiento de los plazos establecidos para el registro de los comprobantes de las operaciones; ii) la evolución de los precios de contado de los activos subyacentes y iii) la evolución de la convergencia entre el precio de contado del

activo subyacente y el del derivado. Adicionalmente, deben realizar periódicamente un análisis económico del mercado contado del producto subyacente para cada futuro que se negocie en sus plazas; en el caso de subyacentes físicos, deberá analizar la cantidad disponible y toda la información relevante que pueda afectar la negociación de los futuros, a los efectos de evitar manipulaciones en las negociaciones. Por último, los mercados deberán realizar inspecciones periódicas a sus agentes a los efectos de monitorear el fehaciente cumplimiento de las normas legales y reglamentarias. En cada inspección se constatará i) la calidad de la gestión de riesgo; ii) la calidad de los controles internos y iii) el cumplimiento de los requisitos de protección a los inversores.

Regulación de Cámaras Compensadoras

3.8 La CNV define a las Cámaras como aquellas entidades de la industria que tienen el objetivo principal de registro de las Posiciones Abiertas y de compensación y liquidación de los márgenes. Al igual que los mercados, son definidas como entidades autorreguladas y deben constituirse como sociedades anónimas con acciones nominativas no endosables o escriturales. Para mantener su derecho a funcionar, deben presentar a la CNV: i) el contrato y estatuto social registrado; ii) reglamento interno aprobado por el directorio; iii) toda otra normativa aprobada por el directorio; iv) organigrama, manual de funciones y procedimientos administrativos y operativos y v) nómina de los integrantes de los órganos de administración y fiscalización. Adicionalmente, deberán llevar un registro computarizado y en libros rubricados de las operaciones que realicen, con el objetivo de asegurar la inalterabilidad de la información. En términos de las garantías exigidas a sus miembros compensadores, las cámaras deben establecer requisitos financieros mínimos a ser cumplidos por dichos miembros, definirán un sistema de límites y su monitoreo a las posiciones abiertas por miembro compensador. Asimismo, debe exigir a cada agente que maneje fondos de terceros el mantenimiento de al menos dos cuentas de márgenes abiertas en las cámaras³¹.

3.9 En cuanto a la dinámica diaria de operaciones, finalizada la jornada de negociaciones las cámaras deberán informar a sus miembros compensadores las operaciones cursadas y registradas en sus cuentas, incluyendo el detalle de aquellas que hayan sido aceptadas y aquellas rechazadas. Cada miembro deberá subsanar las diferencias en sus negociaciones para someterlas nuevamente a liquidación previo al comienzo del día inmediato posterior de operaciones. En este sentido, las operaciones rechazadas deben ser informadas diariamente al mercado y a la CNV. En cuanto a su relación con los inversores, con frecuencia diaria las cámaras deberán enviar a los comitentes la confirmación de las operaciones realizadas en ese día, y con frecuencia mensual un informe de todas las operaciones concertadas en dicho mes y las posiciones abiertas.

³¹ Una para operaciones de cartera propia y otra para operaciones de terceros.

3.10 Uno de los beneficios de operar en mercados organizados con cámaras compensadoras es la mitigación del riesgo de contraparte mediante la figura de contraparte central y la constitución de márgenes de garantía. En este sentido, la CNV establece que las cámaras deberán exigir a sus agentes que identifiquen a sus comitentes en cada operación realizada con el objetivo de constituir adecuadamente los márgenes específicos. Los márgenes excedentes del mínimo exigido son de libre disponibilidad de los agentes. Además, la CNV otorga a las cámaras libertad de decisión a fijar la magnitud y metodología de cálculo de los márgenes en base a las condiciones de mercado. Uno de los criterios sugeridos es el de *valor a riesgo*. En caso de incumplimiento de alguna de las partes, la cámara puede decidir la operatoria inversa de la posición abierta de la parte incumplidora en el período establecido por el criterio de cálculo de los márgenes. La normativa establece específicamente que no está permitida la financiación de deficiencias de márgenes por parte de las cámaras a sus miembros compensadores.

Autorización de Futuros y Opciones

3.11 La CNV permite a cada mercado que decida las condiciones en la que se ofertarán los futuros y opciones a negociarse en sus respectivos ámbitos. Sin embargo, previo a la cotización deberán presentar ante la CNV, como mínimo, la siguiente información:

- Activo subyacente;
- Cantidad de activo subyacente por contrato;
- Margen inicial;
- Variación máxima permitida en cuanto al precio de ajuste del día anterior, en cada caso;
- Horario establecido para la negociación;
- Para futuros deberá describir el sistema de liquidación al vencimiento, tanto para entrega física del activo subyacente o por diferencia de precio o índice;
- Para opciones deberá especificar el tipo de opción y el método de ejercicio;
- Método de determinación del precio de ajuste;
- Descripción del mercado y del sistema de comercialización vigente del contado del activo subyacente del futuro en cuestión;
- Datos estadísticos relevantes de los últimos tres años del mercado de contado del activo subyacente del futuro en cuestión³² y
- Meses de negociación habilitados a cotizar. Para futuros, deberá tenerse en cuenta la relación temporal del derivado con el activo subyacente, el espacio para almacenaje, las facilidades de transporte y la actividad del mercado de contado³³.

³² O de su equivalente.

³³ Existen disposiciones adicionales en el caso de activos subyacentes con entrega física; por ejemplo, los mercados deberían establecer un procedimiento de entrega y recibo del activo subyacente, el cual podría incluir un certificado de depósitos.

3.12 En base a la información suministrada, la CNV mantiene el derecho de objetar la operatoria definida y requerir las modificaciones que considere oportunas, al igual que podrá decidir la finalización de las negociaciones en el caso que pudiera afectarse la estabilidad del sistema. Por último, puede establecer la suspensión sistemática de un futuro u opción si no se registrasen negociaciones dentro de un período de un año calendario y si no fuese negociado en un período de seis meses luego de su autorización a cotizar.

Lineamientos Comunes a Mercados y Cámaras

3.13 En su intento de reforzar la estabilidad financiera, la solvencia de los mercados, la transparencia y garantía de las operaciones, la CNV dispone una serie de lineamientos comunes a mercados y cámaras. En este sentido establece que:

- A pedido de cualquiera de las partes intervinientes, inclusive de la CNV, las cámaras deben traspasar las posiciones abiertas de miembros compensadores y/o de comitentes de un miembro compensador a otro miembro compensador;
- Los mercados y cámaras pueden solicitar el cierre de las posiciones abiertas ante situaciones de riesgo elevado;
- La CNV puede solicitar a mercados, cámaras y agentes la información que estime necesaria para ejercer una adecuada fiscalización de las operaciones. En este sentido, puede realizar auditorías periódicas a los mercados, a las cámaras y a los agentes;
- Los mercados y cámaras deben cumplir con los requisitos establecidos en la normativa vigente en cuanto a la transparencia del ámbito de la oferta pública;
- Los mercados y cámaras deben contar con una auditoría externa anual que controle su funcionamiento³⁴;
- Los mercados y cámaras deben presentar a la CNV y publicar sus estados contables anuales y trimestrales. Asimismo, deben presentar a la CNV la convocatoria y orden del día de la asamblea de accionistas con una antelación de por lo menos diez días previo a su realización, en tanto dentro de los diez días posteriores deben presentar copia del acta respectiva;
- Los mercados y cámaras pueden intercambiar con otros mercados del país o del exterior, con carácter de confidencial, información de los agentes y actividades por ellos realizadas;
- Los mercados y cámaras deben diseñar procedimientos de emergencia para dar respuesta a situaciones de crisis en los mercados, previendo la transferencia/cierre de posiciones de agentes y/o comitentes y
- Los mercados y cámaras tienen la obligación de presentar información de sus mecanismos de protección de manera periódica³⁵.

³⁴ Deberá analizarse i) la calidad en la gestión de riesgo, ii) la vigilancia de las condiciones y los participantes del mercado, iii) la calidad de los controles internos y iv) la situación patrimonial, económica y financiera.

3.14 Adicionalmente a las medidas regulatorias anteriormente mencionadas, la CNV intensificó el intercambio de información, cooperación y asistencia técnica con organismos internacionales reguladores de los diferentes mercados de capitales³⁶, con el objetivo de desarrollar y fortalecer los mercados domésticos. Para ello, la CNV y el resto de los reguladores y supervisores internacionales realizan esfuerzos conjuntos para generalizar la aplicación de las mejores prácticas que permitan modernizar y uniformar substancialmente la conducción de prácticas financieras y operativas, el manejo de disputas legales entre los distintos participantes, proveer asistencia mutua para alcanzar la integridad financiera de los mercados y un adecuado cumplimiento de la normativa y regulación (*enforcement*) de parte de los supervisores, enriquecer y mejorar los sistemas de negociación electrónica y minimizar la carga que las normas reguladoras pueden imponer sobre los mercados de capitales, entre otros.

Regulación Local vs. Estándares Internacionales

1. Mercados Organizados

3.15 Desde el año 1991 comenzó a especificarse en Argentina la normativa relacionada con contratos de futuros y opciones. En efecto, el Decreto 2.284 de ese año modificó el artículo 16 de la Ley 17.811 (Oferta Pública de Títulos Valores) y explicitó la oferta de dichos instrumentos en el régimen de oferta pública. Sucesivamente fueron aprobándose normativas que dieron forma al régimen normativo y regulatorio de los mercados de derivados. Sin embargo, en el año 1999 se realizaron los mayores avances en esta materia. En efecto, todo el andamiaje normativo y regulatorio definido en los párrafos precedentes fue incorporado a las resoluciones de la CNV en dicho año mediante la Resolución General 337. El objetivo de las modificaciones fue desarrollar el mercado en Argentina mediante un mayor flujo de negocios, incrementando su profundidad y tamaño. Ello se lograría mediante la adopción de los criterios normativos, regulatorios y de supervisión utilizados mundialmente y recomendados por instituciones internacionales especializadas en la materia. En efecto, al repasar las recomendaciones realizadas por la Global Task Force en Integridad Financiera de la Futures Industry Association (FIA) o por la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), similares entre sí, los criterios regulatorios vigentes en Argentina para mercados organizados tienen en cuenta muchas de dichas consideraciones, tanto en términos de fomento de la integridad financiera de las operaciones y mercados como en términos de sus participantes.

3.16 En el caso de la FIA, en su trabajo se recapitula una diversidad de tópicos incluidos en tres grandes grupos dependiendo del tipo de actores intervinientes en los mercados de futuros y derivados; i)

³⁵ Incluyendo información sobre i) el alcance y operación de dichos mecanismos, ii) participantes del mercado cubiertos por cada mecanismo y el alcance de dicha cobertura, iii) listado de sus fuentes de respaldo financiero, señalando monto y liquidez, el origen de los recursos, límites y las formas de pago y iv) aspectos relevantes de la legislación, en caso de quiebra, en su jurisdicción.

³⁶ La International Organization of Securities Commissions (IOSCO), el Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA), y el Subgrupo IV de Mercosur.

Recomendaciones para Agentes e Intermediarios, ii) Recomendaciones para Reguladores, Mercados y Cámaras y iii) Recomendaciones para Clientes. El trabajo realizado por la FIA fue motivado por el colapso de la banca Baring, comentado en las secciones anteriores. Entre sus objetivos se encuentran:

- Proveer información y educación sobre operaciones globales de futuros y opciones;
- Proveer a los inversores de los medios adecuados para evaluar agentes, mercados y cámaras;
- Mejorar la coordinación y comunicación transnacional entre mercados, cámaras y reguladores que operen en una misma o en distintas jurisdicciones y el caudal de información disponible de los distintos participantes del mercado;
- Promover, donde sea necesario, modificaciones en las leyes y regulaciones existentes, con el objetivo de facilitar la realización de los objetivos anteriores;
- Mejorar la administración del riesgo de los agentes e intermediarios en relación a la exposición a sus clientes;
- Mejorar la administración del riesgo de los agentes, intermediarios e inversores en relación al riesgo de sus propias operaciones, incluyendo las operaciones de empresas relacionadas societariamente entre sí y
- Fortalecer la confianza del público inversor en la operatoria de futuros y derivados en mercados organizados.

a) Recomendaciones para Agentes e Intermediarios

3.17 En relación a las recomendaciones para agentes e intermediarios, los lineamientos de la FIA se refieren básicamente a cuestiones relacionadas con la administración de los riesgos; i) considerar previo a su operatoria la información relacionada a los riesgos –y posterior monitoreo- de negociar en un mercado, mediante una cámara o con algún depositario en particular, teniendo en cuenta aspectos tales como la calidad de la regulación y el control de las operaciones, garantías, fondos de compensación, márgenes y sistema de compensación empleado, ley de quiebra aplicable, capitales y condiciones financieras de los agentes y miembros compensadores, capacidad operacional, procedimientos de emergencia, entre otros; ii) considerar la administración de riesgos de sus clientes y el marco legal que los relaciona, teniendo en cuenta la naturaleza del cliente (minorista/mayorista), grado de sofisticación, calidad crediticia, estatus financiero, capacidad de cumplir con los márgenes requeridos y velocidad de reposición, entre otros. En cuanto al marco legal de la relación los intermediarios deben i) acordar las operaciones con sus clientes mediante acuerdos escritos, que especifiquen claramente los derechos y obligaciones respectivos a las partes (relación intermediario-comitente), los cuales serían utilizados como elementos definitorios de responsabilidades en situaciones que así lo requieran, ii) conocimiento pleno de parte de los clientes, en caso de ser requerido, de la calidad financiera de su intermediario, las entidades depositarias y los miembros compensadores utilizados, entre otros y iii) establecer procedimientos y políticas apropiados de control interno, incluyendo la separación del personal en base a las tareas

realizadas (cálculo de márgenes, *back office*, contabilización y financiamiento de operaciones y relación con los clientes, entre otros).

b) Recomendaciones para Reguladores, Mercados y Cámaras

3.18 En cuanto a las recomendaciones para reguladores, mercados y cámaras, los lineamientos son mucho más extensos. A modo de síntesis, se refieren a temas relacionados con la i) integridad financiera, considerando la protección de los miembros y clientes de los mercados; ii) la conformación de márgenes; iii) la frecuencia y alcance de la diseminación de la información de los mercados; iv) la transferencia de posiciones abiertas y propiedad entre intermediarios; v) compartir información y tareas de coordinación entre reguladores y/o distintos mercados que intervengan en operaciones en igual o distinta jurisdicción; vi) la instrumentación de auditorías sistemáticas e independientes a los mercados y cámaras, indicando periodicidad mínima; vii) la normativa relacionada a quiebra de intermediarios y mecanismos de superación de dichas situaciones (transferencia de posiciones), teniendo en cuenta claramente los derechos de los clientes y los intermediarios ante incumplimiento de las cámaras, entre otros y viii) las tareas de coordinación y monitoreo de parte de las autoridades regulatorias, en especial acentuando la importancia de la armonización de la normativa en el caso de que participantes del mercado operen y/o comercien en distintas jurisdicciones (por ejemplo, residentes/no residentes).

c) Recomendaciones para Usuarios de Derivados

3.19 Por último, en cuanto a las recomendaciones referidas a clientes la FIA define lineamientos vinculados con i) la relación legal entre intermediarios y clientes, con procedimientos y políticas consistentes con la seguridad de las partes (separación del personal encargado de entrar en contratos con clientes y aquellos encargados de realizar las operaciones, entre otros), reforzando el acceso de los consumidores a la información de las consecuencias, derechos y obligaciones de negociar futuros y derivados, entrando en acuerdos escritos con sus intermediarios, entre otros; ii) la correcta evaluación de los riesgos de los intermediarios, considerando sus estándares crediticios, situación financiera, mercados y cámaras con quien operan, si operan con cartera propia, capacidades, experiencia y estructura operacionales, entre otros; iii) la correcta evaluación de los mercados y las cámaras que participan en la negociación, considerando la calidad regulatoria, los sistemas de integridad financiera, garantías, entre otros y iv) procedimientos internos para la administración de riesgos, teniendo en cuenta que se entiende correctamente la naturaleza, las estrategias y las consecuencias de sus negociaciones, análisis periódicos de flujos de caja de las operaciones y administración de riesgos en base a técnicas de valor a riesgo, distribución de tareas e independencia entre el personal (*back office* vs. *contaduría*, por ejemplo), fuentes alternativas de financiamiento ante situaciones extremas y monitoreo continuo del cumplimiento de todos estos requisitos, entre otros.

3.20 Hasta esta parte, desde el punto de vista de los mercados organizados, las medidas regulatorias existentes en la actualidad en el mercado de futuros y derivados son en buena medida consistentes y coincidentes con las mejores prácticas sugeridas a nivel mundial por instituciones internacionales especializadas. Sin embargo, para mercados organizados aún restan implementar los principios concernientes a:

- La autonomía de financiamiento de la CNV,
- La coordinación, cooperación y superposición entre reguladores,
- La definición y actualización de capitales mínimos y
- Cuestiones relacionadas a un adecuado enforcement (básicamente financiación y disponibilidad de información), entre otros.

3.21 En este sentido, la comparación internacional en materia de cumplimiento de estándares internacionales ubica a Argentina en una situación deficitaria; en base a una autoevaluación de la CNV a comienzos del 2006, el número de Principios de IOSCO con cumplimiento total en Argentina es superior al de países desarrollados como Nueva Zelanda y similar al alcanzado por Francia. Sin embargo, la calidad de los principios con cumplimiento total es disímil, con pobre desempeño en aquellos relacionados con el fortalecimiento del cumplimiento de la regulación (enforcement), por ejemplo. En relación al Reino Unido, su último FSAP (Programa de Evaluación del Sector Financiero por sus siglas en inglés del FMI y del Banco Mundial) publicado en 2003, en ese momento ya cumplía plenamente con todos los criterios (ver Anexo 2). De cualquier manera, una gran cantidad de los requisitos incumplidos o cumplidos parcialmente³⁷ en Argentina pueden alcanzarse mediante modificaciones propias de la CNV que no involucrarían labor parlamentaria.

2. Ley de Netting

3.22 En el caso de las operaciones que involucran contratos de derivados, en especial en mercados OTC, pueden existir deficiencias en aquellos aspectos relacionados con las garantías y con el riesgo de crédito de contraparte; la legislación argentina carece en la actualidad de una *Ley de Netting*.

3.23 La naturaleza contractual de la operatoria de derivados exige garantías específicas ante situaciones que involucran incapacidad de cumplimiento de las obligaciones de contraparte. Desde el punto de vista de la normativa, el instrumento central para reducir estos riesgos es la inclusión en el marco legal de la *Ley de Netting*, entendida como la compensación de los créditos y débitos ante situaciones concursales y quiebra. En este sentido, el marco regulatorio local debe adaptarse para minimizar los riesgos inherentes al incumplimiento de los contratos. Ello aportaría a un funcionamiento más eficiente de los mercados de derivados y a un mayor volumen de operaciones, en especial en contratos OTC. Estas operaciones se enmarcan bajo contratos estandarizados que carecen de la

³⁷ Siguiendo la calificación de IOSCO para evaluación de cumplimiento de estándares internacionales.

garantía y de la compensación sistemática diaria de ganancias y pérdidas que aportan los mercados organizados. Asimismo, los principales participantes a nivel mundial en los mercados de derivados son las entidades financieras, mayoritariamente con operaciones OTC. La relevancia de dichas entidades en el funcionamiento de la economía refuerzan la necesidad de adoptar medidas que aporten flexibilidad y propicien un adecuado manejo del riesgo en sus operatorias.

3.24 La Argentine Derivatives Association (ADA) explica que ante riesgo cierto de contraparte, los contratos elaborados por la International Swaps and Derivatives Associations (ISDA) contemplan la facultad de la parte no incumplidora del contrato de rescindir anticipadamente todas las operaciones vigentes en oportunidad del incumplimiento y de compensar los créditos y débitos recíprocos así resultantes. La evidencia internacional indica que las legislaciones de los países en los cuales existen mercados de productos derivados y de países desarrollados permiten, con diversos matices, la liquidación de operaciones de dicha naturaleza por diferencias y que, dentro o fuera de un proceso concursal, la parte no incumplidora puede rescindir o exigir el cumplimiento anticipadamente de las operaciones con derivados y los países vigentes, en oportunidad del incumplimiento de la otra parte, como también que se compensen los créditos y débitos recíprocos en oportunidad de la exigibilidad anticipada³⁸. En el cuadro adjunto en el Anexo 3 de este documento pueden apreciarse los ajustes a la regulación que distintos países realizaron para permitir la compensación por diferencias. En los casos de Chile y Argentina, los proyectos fueron presentados y aprobados parcialmente en sus respectivos Congresos (en Argentina perdió estado parlamentario –ver más adelante), pero por distintos motivos no lograron aún la aprobación definitiva.

3.25 En su reporte³⁹, el European Financial Market Lawyers Group explica que los contratos de cancelación y compensación (*netting*) de créditos y débitos entre partes intervinientes en contratos de derivados juegan un rol vital en la reducción de riesgos y en las mejoras de eficiencia en los mercados financieros integrados globalmente. La reducción de las exposiciones de las partes permite un más efectivo uso del capital regulatorio en aquellas instituciones reguladas, incrementa los volúmenes de exposición de una parte hacia otra/s y contribuye a aumentar el acceso a operaciones a todo el sistema financiero. Estas ventajas explican el uso generalizado de cláusulas contractuales de cancelación y *netting* en vastas jurisdicciones en las que operan los mercados financieros europeos, incluyendo distintos tipos de acuerdos marco⁴⁰. Sin embargo, el cumplimiento efectivo de dichas cláusulas es incierto en algunos casos. En efecto, del análisis de la legislación comparada surge un dato interesante. En muchos países de Europa, a pesar del uso generalizado de contratos de cancelación y acuerdos de *netting*, el *enforcement* de dichas cláusulas es muchas veces incierto. Ello se debe en mayor parte a cuestiones de política o de tradición legal, que influyen sobre los procedimientos incluidos en las

³⁸ A fin de permitir el ejercicio completo de los acuerdos marco Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Estados Unidos, Francia, Irlanda, Portugal, Sud África, Suecia y Suiza, entre otros, han introducido modificaciones a sus legislaciones.

³⁹ "Protection For Bilateral Insolvency Set-Off And Netting Agreements Under EC Law".

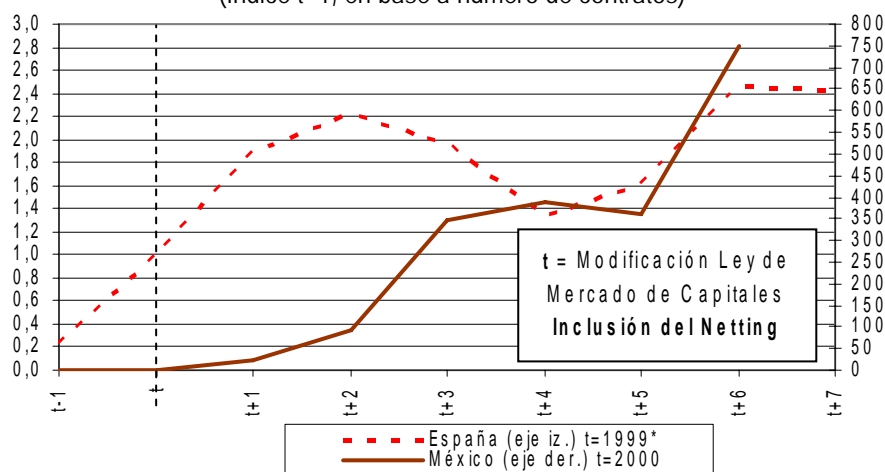
⁴⁰ Por ejemplo, en Inglaterra, Francia, Alemania y España, entre otras jurisdicciones.

respectivas leyes de quiebra de los países de la Comunidad Europea, y no admiten formalmente los acuerdos de *netting*. La ley de quiebra de varios Estados miembros no incluyen cláusulas y procedimientos para la implementación del *netting*. Por su parte, en los casos en los que sí se incluyeron modificaciones, no existe un criterio universal en la definición de su alcance y operatividad.

3.26 En la actualidad y dadas las dudas que existen en algunas jurisdicciones respecto del cumplimiento efectivo de dichas cláusulas ante situaciones que así lo requieran, la Unión Europea y el Comité de Basilea, entre otras instituciones, están abocadas a propiciar las modificaciones legales en aquellos casos en donde aún no se han realizado y en generar los mecanismos apropiados para su efectivo cumplimiento.

3.27 En el Gráfico N°9 puede apreciarse la evolución del mercado de futuros y derivados luego de la aprobación de cláusulas de *netting* en España y México; el período "t" se refiere al año en que cada uno de los países aprueba la compensación. En el caso de España (t=1999), el mercado casi triplica su volumen de posiciones abiertas (medidas en número de contratos a diciembre de cada año) desde el momento de la inclusión de la cláusula y hasta diciembre de 2006. En el caso de México (t=2000), que detentó la posición número 8 en el ranking global de operaciones de futuros y derivados en el año 2005, la expansión de las operaciones es explosiva, siendo 750 veces superior a la posición abierta en el período "t". Si bien en este último caso la inclusión del *netting* formó parte de una reforma amplia en la regulación del mercado de capitales, no deja de ser cierto que la posibilidad de compensación entre saldos deudores y acreedores es un tópico importante para impulsar el desarrollo de estos mercados.

Gráfico N°9: Evolución de Posiciones Abiertas luego de la inclusión del Netting – Países Seleccionados (índice t=1, en base a número de contratos)



FUENTE: M EFF y M EX DER

* Si bien la reforma en España es a fines de 1998, se la considera desde 1999 para ver los efectos con cierto alcance.

3.28 En el caso de Argentina, la posibilidad legal de rescindir anticipadamente contratos y de compensar los créditos y débitos entre partes que se incluye en los acuerdos marco no se encuentra

incluida en la Ley de Quiebras (Ley 24.522)⁴¹. Hacia fines de la década pasada, ADA y diversos organismos públicos y privados comenzaron a impulsar los cambios necesarios en el esquema normativo. A través de un proyecto de ley⁴² presentado y aprobado en comisión por la Cámara de Senadores se logró en noviembre del año 2000 dar media sanción a lo que se conoce habitualmente como “Ley de Netting”. En dicha normativa se especificaba que para el caso de derivados y pases⁴³,

“...en la medida en que se haya acordado contractualmente, las disposiciones de esta ley no afectan el derecho de la parte no concursada a rescindir anticipadamente o exigir el cumplimiento anticipado de la totalidad de los contratos de derivados y de pases celebrados con el concursado comprendidos en tales disposiciones contractuales, y a compensar los créditos y débitos recíprocos resultantes de los contratos de derivados y de pases exigibles anticipadamente. Los mecanismos de rescisión y exigibilidad anticipadas, y de determinación de los montos adeudados como consecuencia de los mismos, se rigen por las disposiciones contractuales de los acuerdos marco aplicables...”⁴⁴

3.29 Con la media sanción del Senado, dicho proyecto de ley fue girado a la Cámara de Diputados. Luego de distintas reuniones de las comisiones intervinientes en su tratamiento, en agosto de 2001 el proyecto contó con dictamen favorable, sin modificaciones respecto al texto originalmente girado desde el Senado. Sin embargo, debido a la crisis económico-financiera de 2001 y posteriormente a los acontecimientos políticos y sociales, la falta de tratamiento del proyecto en sesiones ordinarias luego de un año de aprobado en comisión significó que perdiera estado parlamentario⁴⁵.

3.30 La relevancia de la implementación y correcta aplicación del *netting* fue esbozada en los párrafos precedentes. Su atención es gravitante a nivel global, inclusive en mercados considerados desarrollados. En línea con estas mejores prácticas internacionales, en Argentina resulta necesaria la introducción de modificaciones legales que permitan la compensación de los créditos y débitos ante situaciones concursales y de quiebra. Ello aportaría a un mayor desarrollo de los mercados de derivados. Asimismo, dada la importancia del sistema financiero bancario como participante en estos mercados, dicha modificación permitiría reducir las partidas destinadas a conformar los requisitos de capital exigidos por

⁴¹ Excepto en el caso en que el Gobierno Federal oficie como contraparte. En su Artículo 20 expresa “Contratos con prestación recíproca pendiente. El deudor puede continuar con el cumplimiento de los contratos en curso de ejecución cuando hubiere prestaciones recíprocas pendientes. Para ello debe requerir autorización del juez, quien resuelve previa vista del síndico. La continuación del contrato autoriza al contratante a exigir el cumplimiento de las prestaciones adeudadas a la fecha de presentación en concurso bajo apercibimiento de resolución”.

⁴² Expediente número 65/00, presentado por el Senador Rugero Pretto (ver Anexo 3)

⁴³ Reforma al Artículo 20 de la Ley 24.522.

⁴⁴ El proyecto de ley también incluía modificaciones a las leyes 11.672, 21.526 y 24.144 (Carta Orgánica del BCRA).

⁴⁵ En la actualidad la CNV y el BCRA están trabajando en un proyecto que será impulsado en el Congreso Nacional en el momento oportuno.

normativa del BCRA, lo cual podría implicar un menor costo final de financiamiento al sector privado. Por su parte, las modificaciones al marco legal dotarían de mayor flexibilidad y robustez al mercado doméstico de derivados, haciéndolo competitivo internacionalmente, generando volumen, economías de escala y desarrollando nuevas opciones de cobertura.

3. Superposición de Reguladores

3.31 En consonancia con la FIA, la IOSCO enuncia principios que permitan una efectiva tarea del regulador. Entre los principios referidos a la superposición recomienda que exista entre reguladores competentes una fuerte cooperación mediante canales adecuados, evitando las ineficiencias que generan la superposición de autoridades. En este sentido define que en el caso en que en una misma jurisdicción recaigan sobre distintos niveles gubernamentales cuestiones regulatorias, el proceso para su tratamiento debe ser claro, transparente y sujeto a revisión para salvaguardar su integridad. Para ello, desestima procesos que impliquen decisiones en el día a día, en tanto que estimula procesos sistemáticos de cooperación debidamente probados y eficaces. Esto incluye compartir información entre los distintos reguladores involucrados, resguardando el principio de confidencialidad. Adicionalmente, recomienda intercambiar conocimientos técnicos y experiencia profesional de los distintos reguladores, criterios de vigilancia y técnicas que promuevan un efectivo cumplimiento de la regulación, entre otros.

3.32 El ordenamiento de la tarea de cooperación que minimice los efectos de la superposición entre reguladores podría reforzarse mediante Memorandos de Entendimiento (MDE) entre los distintos participantes, donde queden perfectamente establecidos los mecanismos de intercambio de información y cooperación. Entre los aspectos principales a ser incluidos en los acuerdos de cooperación –formales o informales, IOSCO define:

- Identificar las circunstancias en las que la cooperación y asistencia es necesaria y los canales mediante los cuales se implementa;
- Identificar la información que puede ser intercambiada y quienes pueden tener acceso a ella;
- Definir la forma y los plazos de la asistencia o el intercambio de información;
- Resguardar mediante mecanismos adecuados la confidencialidad de la información intercambiada y
- Describir el uso de la información intercambiada, entre otros.

3.33 A modo de ejemplo, en Argentina existen demoras innecesarias en las reformulaciones estatutarias de los mercados, dado que aprueban las modificaciones la CNV y las Inspecciones de Justicia jurisdiccionales correspondientes. Otro caso es la superposición entre el BCRA y la CNV cuando el intermediario y/o cliente del mercado sea un banco; el secreto bancario es un factor que interfiere en la labor de la CNV como regulador y supervisor de los mercados. En sentido contrario, el artículo 8 de la Ley 17.811 establece que las informaciones recogidas por la CNV, en ejercicio de sus facultades de inspección e investigación tienen carácter secreto. Estos son claros ejemplos que muestran el

incumplimiento de los principios de IOSCO de cooperación, que establece que el regulador debe tener amplios poderes de aplicación de la regulación (Principio 9). El caso de España es un ejemplo válido, donde la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tiene ámbito de acción sobre inversores y, en general, sobre toda persona física y jurídica que intervenga en los mercados de valores. Además, coopera, intercambia información y asesora a otros reguladores del sistema, tales como el Gobierno, el Ministerio Economía, el Banco de España y Comunidades Autónomas, entre otros. Es más, en muchos casos alguno de los directores de un regulador en particular también es director de alguno de los otros entes reguladores, asegurando la complementariedad y el entendimiento de la cooperación como elemento central para minimizar la superposición y lograr mayor eficiencia operativa de los mercados.

3.34 En este sentido, el desarrollo de los mercados de derivados (y de capitales en general) requieren la adecuación de los esquemas de cooperación entre reguladores adoptando mecanismos y canales de coordinación e intercambio de información como los definidos anteriormente. Ello sería de suma importancia en Argentina en la actualidad, donde la interacción descoordinada entre distintos organismos de control y supervisión genera trabas innecesarias al funcionamiento de los mercados.

Estructura del Mercado (oferentes, demandantes e intermediarios)

Barreras a la Operatoria - Residentes y No Residentes

3.35 Sumado a los requisitos comentados en los párrafos precedentes en materia de autorregulación, constitución legal, societaria y presentación de información para aprobación de la CNV, entre otros⁴⁶, los mercados y cámaras deben cumplir con requerimientos de tipo económico para ser autorizados a funcionar como tales. En el caso de los mercados, la CNV exige que para autorizar su operatoria deben acreditar un patrimonio neto mínimo no inferior a \$ 500.000 (quinientos mil pesos) y que el 50% de dicho importe debe integrarse en activos de alta liquidez⁴⁷. En caso de contar con una cámara compensadora adherida, constituida según los lineamientos de la CNV, dichos mercados deben acreditar un patrimonio neto mínimo no inferior a \$ 200.000 (doscientos mil pesos). Para el caso de constitución de cámaras el requisito de patrimonio neto es de un mínimo de \$ 300.000 (trescientos mil pesos). Si bien son requisitos que deben cumplirse indefectiblemente, no parecen restricciones efectivas para el acceso de nuevos competidores y mercados. En efecto, a modo de ejemplo, para mercados sin cámara compensadora, la exigencia de un patrimonio neto mínimo no inferior a u\$s 161.300 (\$ 500.000) es significativamente menor que el exigido en Chile, con requerimientos de u\$s 1.034.000 (30.000 UF⁴⁸). En este sentido, no sólo resultan bajos en Argentina, sino que son fijos y no siguen la evolución del negocio ni están

⁴⁶ Impone restricciones a ocupar cargos de fiscalización y administración a personas fallidas por quiebra hasta 10 años anteriores a la constitución del mercado, dependiendo del tipo de quiebra, aquellos que hayan cometido delito hasta 10 años anteriores a la constitución, funcionarios públicos nacionales o provinciales, entre otros.

⁴⁷ A consideración de la CNV.

⁴⁸ Unidades de Fomento.

relacionados a riesgos. Se requiere una corrección de esta deficiencia para promover la solvencia de los intermediarios y de esta manera aumentar la confianza del público sobre los mismos.

3.36 La CNV también exige a los mercados y cámaras definir las personas habilitadas para negociar futuros y opciones. En este sentido, un requisito a cumplir por los intermediarios es la aprobación de un examen de idoneidad para realizar negociaciones. Sin embargo, no se establecen límites o restricciones a la naturaleza de los comitentes (clientes), definida ésta en términos de su residencia en Argentina (residente/no residente). Cualquier inversor puede destinar recursos a inversiones de portafolio en derivados en nuestro país, sin requerimientos por parte de la CNV ni de los mercados en los cuales decidan operar.

3.37 No obstante ello, desde la crisis de 2002 existen requisitos generales a la movilidad de capitales establecidos por el BCRA que afectan la operatoria de aquellos clientes no residentes que quieran negociar en mercados argentinos y a clientes residentes que quieran operar en mercados del exterior.

3.38 A enero de 2006, la regulación del BCRA en materia cambiaria mostraba un "*home-bias*" y trato desigual a las operaciones realizadas por no-residentes en mercados domésticos⁴⁹. En efecto, se estableció que en el caso de:

- *Ingresos de capital*: tiene plena vigencia lo dispuesto por el Decreto N° 616/2005, mediante el cual se exige la constitución en entidades financieras locales y por un plazo de 365 días de depósitos no remunerados en moneda extranjera por un 30% del total ingresado por la operación⁵⁰ en determinadas circunstancias, entre las cuales se especifican aquellas inversiones de portafolio de no residentes destinadas a tenencias de moneda local y de activos y pasivos financieros del sector financiero y privado no financiero, en la medida que no correspondan a la suscripción primaria de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados, y/o a la suscripción primaria de acciones de empresas residentes que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados. Este requisito impone una clara barrera al ingreso de capitales de no residentes para operaciones con derivados, limitando la profundidad y el desarrollo de los mercados.
- *Egresos de capital*: por operaciones con derivados se especifica que se excluyen del cumplimiento de la normativa cambiaria del BCRA las operaciones realizadas y liquidadas en el país por compensación en moneda doméstica. En este sentido, estas operaciones están eximidas de solicitar i) la conformidad del BCRA para su concertación y, posteriormente; ii) su acceso al mercado de cambios para su liquidación. Sin embargo, para las operaciones realizadas con el exterior, debe pedirse conformidad previa al BCRA de concertación y acceso al mercado de cambios para el pago de primas, constitución de garantías y demás cancelaciones

⁴⁹ También se afecta el ingreso de capitales de residentes que quieran realizar operaciones en dichos mercados.

⁵⁰ Existen excepciones a esta normativa en los casos de liquidación de operaciones de residentes por préstamos en moneda extranjera otorgados por una entidad financiera local, inversiones directas, endeudamientos con organismos multilaterales y bilaterales de crédito, entre otros.

en los casos en que la comercialización de derivados no se refiera a operaciones subyacentes de comercio exterior (incluyendo moneda extranjera, tasa de interés y cobertura por volatilidad en precios de *commodities*) y aquellas realizadas por entidades financieras por obligaciones declaradas⁵¹ (incluyendo operaciones de pasivos con títulos –repos). Es condición para acceder al mercado único y libre de cambios comprometerse a liquidar dentro de los cinco días hábiles siguientes al cierre de la operación los fondos que resulten a favor del cliente local (incluyendo el producido de la liquidación de garantías). El pedido de autorización al BCRA para remitir al exterior capitales por negociación de derivados del sector privado no financiero por operaciones distintas a aquellas originadas por comercio exterior también implica una barrera para el fortalecimiento de los mercados de capitales.

3.39 Desde el punto de vista de una empresa no-residente que pretenda realizar negocios como intermediario en nuestro país, ya sea como agente de un mercado o como miembro de una cámara, los requisitos son más estrictos. A aquellos vinculados con la decisión de política macroeconómica de controlar los movimientos de capitales se le suman los relacionados directamente con el específico desarrollo del negocio. En efecto, en base al artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales (Ley N° 19.550) la sociedad constituida en el extranjero se rige en cuanto a su existencia y formas por las leyes del lugar de constitución y se halla habilitada para realizar en Argentina actos aislados y estar en juicio. Sin embargo, para el ejercicio de actividades habituales, establecer sucursales o asiento y cualquier otra especie de representación permanente debe i) acreditar la existencia de la sociedad con arreglo a las leyes de su país; ii) fijar un domicilio en Argentina, cumpliendo con la publicación e inscripción exigidas por esta ley para las sociedades que se constituyan en nuestro país y iii) justificar la decisión de crear dicha representación y designar la persona a cuyo cargo ella estará⁵².

3.40 En todos los casos es obligatorio para las compañías extranjeras que operan en Argentina nombrar individuos legalmente responsables y mantener registros contables separados para sus operaciones en el país. Además, para formalizar una sociedad comercial⁵³, se debe i) realizar la inscripción de la misma en la Inspección General de Justicia (IGJ)⁵⁴; ii) dar el alta en la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP); e iii) inscribir la sociedad en Ingresos Públicos. Específicamente referido al tema de la inscripción en la IGJ, deberán presentar la documentación que contenga la perfecta individualización de quienes fueran sus accionistas⁵⁵, no pudiendo tener una antigüedad mayor a 30 días a la solicitud de inscripción correspondiente. Adicionalmente, para desarrollar sus actividades deberán, por normativa del BCRA, abrir cuentas bancarias en entidades financieras locales. Todo esto contribuye a

⁵¹ No pueden cubrirse riesgos superiores a los pasivos externos que efectivamente se registren.

⁵² Si se tratare de una sucursal se determinará además el capital que se le asigne cuando corresponda por leyes especiales.

⁵³ sea Sociedad Anónima, Sociedad de Responsabilidad Limitada o Cooperativa.

⁵⁴ La documentación que se debe presentar varía según tipo societario.

⁵⁵ En la Resolución General I.G.J. N° 3/05 se especifican los distintos requerimientos dependiendo del tipo de sociedad.

la transparencia de las operaciones, en especial aquellas realizadas por sociedades "off-shore", pero implica barreras a la operatoria de intermediarios no-residentes dado que exige su existencia legal en el país.

3.41 En este sentido y evitando estos costos adicionales, a nivel global se utilizan las "cuentas ómnibus" o "*global accounts*", básicamente cuentas donde no se declaran los comitentes, permitiendo al agente no-residente hacer un acuerdo con el agente residente y pasar órdenes por operaciones de clientes sin existir la necesidad de revelar la identidad de los mismos. Ello exime al agente-no residente de transformarse en agente residente en Argentina, evitando cumplir con los requisitos legales enunciados más arriba. México es uno de los países que permite este tipo de acuerdos. Sin embargo, este tipo de operatoria requeriría modificaciones en la regulación, dado que afectaría uno de los requisitos básicos de individualización de los comitentes para una correcta constitución de los márgenes de garantía y con ello la seguridad de operar en mercados organizados. Otra práctica usual en los mercados transnacionales es permitir en el país en cuestión el *trading/clearing* remoto. Mediante modificaciones en la normativa se permite a no residentes ser intermediarios en el país respectivo. Sin embargo, aún son pocos los mercados que lo permiten. Un ejemplo es el IntercontinentalExchange (ICE), mercado electrónico global para negociar futuros de energía y otros productos derivados de mercados OTC relacionados con *commodities* de petróleo y gas, entre otros.

3.42 En síntesis, no existen restricciones inherentes a la propia operatoria de clientes no-residentes en los mercados locales. Sólo dificulta su acceso –elevando los costos-, la normativa del BCRA que se refiere exclusivamente al movimiento de capitales. En cambio, para la operatoria de empresas radicadas en el exterior que quieran realizar transacciones habituales como intermediarias en nuestro país, la Ley 19.550 y las distintas resoluciones de la IGJ, en pos de una mayor transparencia en el funcionamiento de los mercados, imponen restricciones adicionales a las mencionadas anteriormente. Tareas de coordinación global entre supervisores podrían permitir relajar en un futuro los requisitos al establecimiento de firmas no-residentes, lo cual conduciría a una mayor internacionalización de las operaciones, profundidad y desarrollo de los mercados.

Demanda de Instrumentos de Cobertura

3.43 Respecto del acceso a los mercados de derivados, como se lo comentó en los párrafos precedentes, no parecerían existir trabas de tipo estructural por el lado de la oferta de estos instrumentos. Tanto la CNV como los mercados autorregulados permiten operar productos de cobertura de distinto tipo. Sólo existirían cuestiones regulatorias emparentadas a decisiones de política cambiaria y monetaria del BCRA. Adicionalmente, en los últimos años los volúmenes de cobertura (básicamente futuro de dólar y commodities) registraron incrementos importantes en los distintos mercados. Sin embargo, aún existen

diferencias importantes en el uso de estos instrumentos en la comparación internacional⁵⁶. La baja participación de los mercados de derivados en la economía podría estar asociada a deficiencias en la demanda, como consecuencia de aspectos regulatorios, culturales y de desconocimiento de la operatoria, beneficios y riesgos de estos mercados.

3.44 Uno de los elementos esenciales para dar profundidad y liquidez a los mercados de derivados es la heterogeneidad de los participantes. Ello genera diversidad en las creencias y perspectivas sobre la evolución de los precios de los subyacentes, creando oportunidades de arbitraje y de negocios. En el caso de Argentina, una de las características del mercado es la homogeneidad de los participantes que intervienen en la concertación de operaciones. En el caso de ROFEX, mercado con crecimiento récord en los últimos años, los principales jugadores del futuro de dólar son los bancos, con la participación del BCRA. En este sentido, jugadores con perfiles y necesidades similares acotan las posibilidades de negocios. Más aún, una de las observaciones que habitualmente se hace es sobre la participación del BCRA en el mercado contado de dólar y simultáneamente en el de futuro, incidiendo en la formación de los precios de ambos mercados; la determinación del precio del futuro de dólar según su subyacente (dólar contado), que también depende de la intervención de la autoridad monetaria, en un contexto de superávit de cuenta corriente, restringe las posibilidades de arbitraje al sector privado. Como fue comentado en secciones anteriores, el riesgo que a nivel global es mayoritaria y sistemáticamente cubierto con derivados es el de tasa de interés, concentrando el 76% del total de contratos. En Argentina, si bien existe la posibilidad de dar cobertura a este riesgo en algunos mercados⁵⁷, aún no existen volúmenes negociados significativos. La ausencia de una curva de rendimientos claramente definida podría estar afectando su demanda; el instrumento se encuentra disponible en el mercado, pero no resulta atractivo a los participantes.

3.45 A continuación, se repasa brevemente la normativa que regula el uso de instrumentos de cobertura de los intermediarios y clientes con mayor potencial para generar inicialmente profundidad y liquidez a los mercados locales de derivados:

- *Entidades Financieras (según BCRA)*: dentro de las normas ordenadas del BCRA sobre exigencias de capitales mínimos de las entidades financieras, la regulación establece claramente que se excluyen para el cómputo aquellos activos que cuentan con cobertura. Si bien el BCRA no obliga a compensar las posiciones, incentiva a que se compensen, dado que al compensarse se reduce la exigencia. A modo de ejemplo, la regulación especifica que, según el riesgo, la exigencia de capitales mínimos contempla:

- Riesgo de Mercado: “se excluyen de los portafolios sujetos al cálculo de su valor a riesgo los “swaps” y otros derivados sobre activos no alcanzados por la presente normativa, siempre que tales operaciones tengan por objeto cubrir riesgos de la operatoria de intermediación financiera, sin

⁵⁶ Como se comentó, en relación al tamaño de la economía representaron en 2005 1/3 del volumen de contratos operados en Brasil y 1/2 de los operados en México.

⁵⁷ ROFEX y Mercado Abierto Electrónico (MAE).

perjuicio de lo cual la concertación de tales contratos deberá ser informada a la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias en la forma y oportunidad que se establezcan.” (Punto 6.5.2 de las normas ordenadas –hasta comunicación “A” 4.615).

➤ Tasa de Interés: “se excluyen aquellos activos expuestos a riesgo de tasa de interés, en la medida en que se encuentren cubiertos por contratos de derivados concertados con bancos del exterior que cuenten con calificación internacional de riesgo “A” o superior otorgada por alguna de las calificadoras admitidas por las normas sobre “Evaluación de entidades financieras”. La concertación de tales contratos deberá ser informada a la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias”. (Punto 5.4.2.5 de las normas ordenadas –hasta comunicación “A” 4.615). En el caso de los deudores de las entidades financieras, en el análisis de la clasificación del cliente se tiene habitualmente en cuenta la cobertura de las posiciones para evaluar su situación patrimonial, económica y financiera. Si no llegara a contar con las coberturas adecuadas, la entidad financiera involucrada recalcula el flujo de fondos de dicho deudor, pudiendo recalificarlo, ubicarlo en una situación peor e incrementando las provisiones correspondientes (con repercusión indirecta sobre capitales mínimos).

- *Compañías de seguro:* dentro de la normativa general (Resolución 21.523/92; texto actualizado) “Reglamento General de la Actividad Aseguradora” de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), entre las inversiones explícitamente permitidas (artículo 35) no se incluyen los instrumentos derivados. Más aún, se excluyen explícitamente como inversiones respaldatorias de cobertura técnica las opciones de compra, cauciones bursátiles y toda otra operatoria que implique afectar en garantía bienes de la aseguradora. Por otro lado, la resolución permite inversiones en el exterior hasta un 50% del capital a acreditar o de los compromisos netos (deudas con asegurados, deudas con reaseguradores y compromisos técnicos menos las disponibilidades líquidas y los depósitos en garantía retenidos por los reaseguradores), de ambos límites el mayor. De ser significativa la participación de inversiones de activos del exterior en el portafolio total se requeriría contar con la posibilidad de utilizar instrumentos de cobertura por riesgo de tipo de cambio, por ejemplo. En el caso de compañías que celebran contratos que involucren descalce de plazos (por ejemplo, las oferentes de Renta Vitalicia), la imposibilidad de operar instrumentos de cobertura por riesgo de tasa de interés generaría incertidumbre adicional sobre los flujos futuros de pago de beneficios, lo cual podría afectar sus equilibrios económico-financiero en el mediano y largo plazo.
- *Administradoras de Fondos de Pensión (AFJPs):* En su artículo 7, la Instrucción 22/2003 de la Superintendencia de AFJPs (SAFJPs) reglamentaria del régimen de inversiones de las AFJPs, indica que las operaciones de futuros y opciones relacionadas con acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas cuya oferta pública esté autorizada por la Comisión Nacional de Valores y contratos que se negocien en los mercados de futuros y opciones (incisos h) y m) del artículo 74 de la Ley 24.241) únicamente podrán realizarse con estricta finalidad de cobertura de riesgo. Sin embargo, aclara que sólo

se podrán efectuar compras de opciones de venta de títulos públicos o privados mantenidos en la cartera del fondo o del encaje; en tanto pueden operar las opciones de compra de títulos valores únicamente en el mercado primario (Resolución Conjunta SAFJP 3/98 BCRA 264 y CNV 2629). En la actualidad, la cartera consolidada de las administradoras posee \$ 5.500 millones en el rubro "Contratos Negociables de Futuros y Opciones" (6.4% del total de los fondos administrados). Sin embargo, sólo se incluyen en dicha cuenta los cupones atados al PBI recibidos como canje de la deuda pública en cesación de pagos realizado hacia fines de 2005 y considerados como opciones de compra de títulos adquiridos en el mercado primario. En este sentido, la SAFJPs prácticamente elimina la posibilidad de realizar operaciones de cobertura por tasa de interés y tipo de cambio, entre otros. Ello podría afectar el flujo de ingresos y de prestaciones. Por ejemplo, las administradoras pueden invertir en activos del exterior hasta un 10% del total del fondo. A su vez, tiene obligaciones en pesos por el pago de los retiros programados. Si bien en la actualidad las obligaciones en pesos por retiros programados son una fracción menor de la recaudación (menos del 5%), y una cifra despreciable respecto del fondo, la prohibición regulatoria de realizar operaciones de cobertura podría afectar el equilibrio de ingresos y gastos de las administradoras en el mediano y largo plazo.

- *Calificadoras de riesgo:* en los modelos de valuación que utilizan habitualmente las calificadoras de riesgo se considera si el agente involucrado (empresa, entidad financiera, financiamiento estructurado) puede y de hecho reduce la incertidumbre de los flujos de fondos/gastos futuros mediante instrumentos de cobertura. El resultado de la decisión de cubrir posiciones y descalces se ve reflejado en la tasa de interés que el agente paga como retribución a los acreedores para acceder a financiamiento; en sus escenarios parten de una tasa máxima de subordinación y la van ajustando a la baja según las garantías adicionales y los riesgos que finalmente involucra la operación.
- *Desde el punto de vista de la CNV,* en las Normas Ordenadas que regulan los mercados de capitales, en el Libro 1 sobre Emisoras, el capítulo Prospectos (VIII.4.5), Sección V, se indica que sobre la reseña y perspectiva operativa y financiera de las empresas con oferta pública inicial, por ejemplo, en relación a la liquidez y recursos de capital se deberá informar a los inversores sobre los tipos de instrumentos financieros en uso, perfil de vencimientos de la deuda, moneda y estructura de tasa de interés. Asimismo, el análisis también debe incluir la política y objetivos de financiación y de tesorería, las monedas en las cuales se mantiene el efectivo y su equivalente, la medida en que los préstamos son a tasa fija y el uso de instrumentos financieros con propósitos de cobertura. En este último caso, el requisito de la CNV de incluir operaciones de cobertura en el Prospecto avanza en línea con el estímulo a la demanda por estos instrumentos.

3.46 En síntesis, si bien el crecimiento de las operaciones de derivados fue altamente significativo en los últimos años en Argentina, aún con participantes homogéneos, la generación de mayores volúmenes en el futuro requeriría del apoyo de jugadores heterogéneos. La interacción de los bancos con otros inversores institucionales y pequeñas y medianas empresas, con incertidumbre en el valor de flujos de

ingreso y gasto futuros, aportaría en ese sentido. En la actualidad, la demanda por instrumentos de cobertura encontraría estímulos adecuados por parte de la regulación prudencial de la CNV, de la tarea de las calificadoras de riesgo, tanto para intermediarios como para sus clientes y del BCRA, aunque en este último caso se refiere a operaciones concertadas con bancos del exterior. Ello aporta a la demanda por instrumentos de cobertura, pero afecta el desarrollo de los mercados locales de futuros y derivados. Sin embargo, desde el punto de vista de la demanda de inversores institucionales, el actual marco regulatorio restringe las operaciones por cobertura, limitando el proceso de generación de mayor profundidad del mercado local de futuros y derivados. En la medida en que se consolide el marco macroeconómico y se extienda la madurez de los instrumentos de deuda, podría generarse una mayor demanda para cobertura de riesgos de tasas de interés; en la misma dirección apuntaría la remoción de los obstáculos para el desarrollo de instrumentos de largo plazo ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Por último, lograr transmitir la naturaleza de los distintos riesgos y los beneficios de una correcta cobertura para mitigarlos es otro de los requisitos hacia una mejora en la eficiencia del funcionamiento de la economía. Una completa tarea de capacitación para lograr un mayor acercamiento de los agentes menos sofisticados a estos mercados podría perforar la barrera cultural que separa a una gran parte de la sociedad del mercado de capitales en general y el de derivados en particular. En este sentido, el esfuerzo coordinado de los reguladores, mercados, bancos y calificadoras de riesgo, entre otros, podría ser de utilidad en esta tarea.

Estructura Impositiva

3.47 La experiencia internacional muestra que los individuos de altos ingresos y las corporaciones emplean sofisticadas estrategias de planificación impositiva, en mayor medida mediante la utilización de derivados. En Estados Unidos y otros países desarrollados ello representa una amenaza a los sistemas impositivos, dado que reduce la recaudación tributaria, afecta la eficiencia del sistema y lo convierte en menos equitativo (Schizer (2004)). Aún cuando la utilización de derivados no esté motivada por evasión-elusión impositiva, las reglas más elementales de imposición se tornan complicadas de implementar. En efecto, la creación de nuevos instrumentos de inversión afecta la aplicación de reglas de imposición basadas en las categorías tradicionales (acciones, bonos, renta de capital, etc). Thuronyi (2001) explica que para cada tipo de ingreso según el instrumento financiero que lo genere, existen básicamente tres aspectos a ser considerados: i) el tipo o carácter del ingreso (ingresos ordinarios, ganancias de capital, intereses, dividendos, etc); ii) el momento en que el ingreso o la deducción es tomada en cuenta y iii) la fuente de generación del ingreso (doméstica o del exterior) y si es sujeto de retención. La innovación financiera supera estas categorías básicas, dado que es posible convertir un tipo de ingreso o instrumento en otro o en una combinación de diferentes tipos, que a efectos impositivos son habitualmente tratados de manera diferente. A modo de ejemplo, el instrumento financiero A puede

sintetizarse mediante los instrumentos B + C, pero el tratamiento impositivo de A puede no ser el mismo que el de los instrumentos combinados, dadas las diferencias en el tipo de ingreso, el momento y la fuente de retención. De esta manera, la implementación de estrategias de planificación impositiva pueden resultar beneficiosas y el impuesto termina siendo aplicado de manera inconsistente a posiciones económicamente similares.

3.48 En respuesta a ello, Thuronyi comenta que en los últimos tiempos se han discutido y diseñado distintas propuestas tendientes a reformar y dar flexibilidad a la imposición de derivados. La recomendación usual es apelar a la consistencia de los esquemas; debe aplicarse el mismo tratamiento impositivo a operaciones económicamente comparables, independientemente del instrumento empleado (opciones, futuros, *forwards o swaps*), aplicando la misma regla temporal y la misma tasa de imposición – lo cual define la tasa impositiva efectiva. En teoría, pueden alcanzarse niveles significativos de consistencia a través de diversas reformas estructurales, tales como modificaciones que incluyan la implementación de impuestos al consumo, el uso de cuentas universales de compensación de contraparte (*mark-to-make*) o cobrando intereses a los diferimientos impositivos, entre otros. Sin embargo, la implementación encuentra barreras de tipo políticas y administrativas, lo cual torna dichas reformas inviables en la práctica. En este sentido, ningún país implementó completamente reformas para flexibilizar los regímenes impositivos y adaptarlos a los desafíos que imponen el uso generalizado de derivados.

3.49 Los especialistas teóricos en impuestos han debatido extensamente la magnitud en la cual los sistemas impositivos actuales deberían ser reformados para poder cubrir eficientemente la oferta de instrumentos financieros como los derivados. Mientras que algunos países⁵⁸ han realizado reformas en sus estructuras impositivas para poder gravar adecuadamente dichas operaciones, la gran mayoría, en particular los países en desarrollo, no han avanzado en este sentido, en especial porque no han podido identificar adecuadamente las soluciones al problema. De cualquier manera, la experiencia indica que no pueden esperarse avances significativos en estos países porque i) aquellos con mercados y sistemas más sofisticados no han hallado aún una solución adecuada y ii) la naturaleza más simple de sus economías y mercados tornan menos importante la prioridad de adecuación de sus estructuras impositivas a instrumentos sofisticados como los derivados, con volúmenes de operación poco significativos.

3.50 En el caso de Argentina, la legislación avanzó en la clarificación y adecuación parcial de la estructura impositiva de derivados mediante el Decreto 1130/97 y la Ley 25.306. El propósito fue impulsar la expansión de los mercados, teniendo en cuenta las particulares características y condiciones del mercado de derivados y donde, además, su contenido económico depende de los valores de otras

⁵⁸ Nueva Zelanda y Estados Unidos, por ejemplo.

variables básicas subyacentes. Así, el Gobierno Nacional emitió normativa tendiente a clarificar el tratamiento impositivo de los impuestos a las ganancias, al valor agregado y demás:

- *Impuesto a las Ganancias:* en lo que respecta al impuesto a las ganancias, en términos generales, la legislación establece que se consideran ganancias de fuente argentina los resultados originados por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos derivados, cuando el riesgo asumido se encuentre localizado en Argentina, es decir, incurrido por un residente en el país⁵⁹. Se consideran de fuente extranjera los resultados obtenidos por residentes del exterior, salvo que se trate de un establecimiento establecido en el país. Asimismo, cuando un conjunto de transacciones con instrumentos y/o contratos derivados, sea equivalente a otra transacción u operación financiera con un tratamiento establecido en la ley del tributo, a tal conjunto se le aplicarán las normas de las transacciones u operaciones de las que resulte equivalente. En cuanto a la compensación de ganancias y pérdidas, la reglamentación dispone que, a excepción de las operaciones de cobertura⁶⁰, las pérdidas generadas por los derechos por operaciones con derivados sólo podrán compensarse con ganancias netas originadas por este tipo de derechos en el año fiscal en el que se experimentaron las pérdidas o en los cinco años fiscales inmediatos siguientes. En el caso de las operaciones de cobertura, debe seguirse un criterio simétrico aplicable a la variable cubierta. Distinguiendo por sujeto, Malumián (2005) explica que en el caso en que se trate de una empresa⁶¹ se deberá tributar al 35% de la ganancia obtenida, la cual se imputará al año fiscal de acuerdo al criterio del devengado. En el caso de personas físicas, las ganancias provenientes de contratos de derivados se consideran ganancias de la segunda categoría, y por lo tanto, se rigen por el criterio de percibido. Estas modificaciones a la normativa del impuesto a las ganancias son convergentes con los criterios de adaptación de la estructura impositiva enunciados en los párrafos precedentes.
- *Impuesto al Valor Agregado:* la normativa establece que las prestaciones que se generen a raíz de instrumentos y/o contratos derivados, incluida la concertación del instrumento, su posterior negociación y las compensaciones o liquidaciones como consecuencia de su resolución o en

⁵⁹ Sin embargo, cuando los diferentes componentes de uno de los mencionados instrumentos o un conjunto de ellos que se encuentren vinculados, indiquen que el instrumento o el conjunto de instrumentos no expresan la real intención económica de las partes, la determinación de la ubicación de la fuente se efectuará de acuerdo con los principios aplicables a la naturaleza de la fuente productora que corresponda considerar de acuerdo con el principio de la realidad económica, en cuyo caso se aplicarán los tratamientos previstos por la ley para los resultados originados por la misma.

⁶⁰ Entendida como una transacción o contrato de productos derivados si tiene por objeto reducir el efecto de las futuras fluctuaciones en precios o tasas de mercado, sobre los resultados de la o las actividades económicas principales; se incluyen a las generadas por el desarrollo en el país de actividades civiles, agropecuarias, mineras, forestales, extractivas, comerciales e industriales; los sueldos, salarios, honorarios y cualquier otra retribución que se perciba por el desempeño de actividades personales o por la prestación de servicios dentro del territorio argentino. Además, a toda otra ganancia no contemplada en la normativa, como aquella que haya sido generada por bienes materiales o inmateriales y por derechos situados, colocados o utilizados económicamente en el país o que tenga su origen en hechos o actividades de cualquier índole, producidos o desarrollados en nuestro país.

⁶¹ Según el Art. 69 de la Ley de Impuesto a las Ganancias.

cumplimiento de sus estipulaciones, sin transferencia de los activos o servicios subyacentes, no constituyen prestaciones alcanzables por el impuesto. Sin embargo, si, como consecuencia de la resolución del instrumento o a raíz del cumplimiento de sus estipulaciones, se generasen hechos imponible incluidos en la Ley⁶², éstos quedarán gravados. Asimismo, cuando un conjunto de instrumentos derivados vinculados entre sí, o un componente o varios de ellos de un mismo instrumento, denoten que de acuerdo con el principio de la realidad económica, las partes han realizado una transacción o prestación gravada por el impuesto, se aplicarán las normas previstas en la Ley y su reglamentación para esas transacciones. En este sentido, estas modificaciones a la normativa del impuesto a las ganancias también son convergentes con los criterios de adaptación de la estructura impositiva enunciados en los párrafos precedentes.

- *Bienes Personales*: este impuesto grava a las personas físicas domiciliadas en el país y las sucesiones indivisas radicadas en el mismo, por los bienes situados en el país y en el exterior y a las personas físicas domiciliadas en el exterior y las sucesiones indivisas radicadas en el mismo, por los bienes situados en el país. Al no estar previstos los contratos de derivados, la gravabilidad de este impuesto genera controversias e inconsistencias en la evaluación de su alcance.
- *Ganancia Mínima Presunta*: Malumián (2005) también explica que este impuesto grava con la alícuota del 1% a los activos pertenecientes a las sociedades domiciliadas en el país, a las asociaciones y fundaciones, las empresas y explotaciones unipersonales ubicadas en el país, los fideicomisos y fondos comunes de inversión constituidos en el país, excepto los fideicomisos financieros, y los establecimientos estables en el país⁶³. En este sentido, la gravabilidad de los derivados dependerá de la contabilización de los mismos, debiendo tributar en la medida en que constituyan activos del sujeto alcanzable por el tributo.
- *Ingresos Brutos*: en este caso no existe normativa específica para los contratos de derivados. Ello implica que deberá tenerse en consideración la jurisdicción que se esté analizando. A modo de ejemplo, en el caso de la Ciudad de Buenos Aires, no hay normativa específica para derivados, lo cual exige acudir a la normativa general. En este sentido, son sujetos del impuesto quienes realicen actividad onerosa y habitual conforme lo dispone el Código Fiscal⁶⁴ de ésta jurisdicción. La alícuota aplicable en supuesto de que la actividad no esté especialmente prevista será la general, la cual asciende a 3%⁶⁵. Malumián (2005) también explica que para considerar

⁶² La venta de cosas muebles situadas o colocadas en el país; la importación definitiva de cosas muebles; prestaciones realizadas en el exterior con utilización o explotación efectiva en el país por un responsable inscripto y prestaciones realizadas en el territorio nacional –obras, locaciones y prestaciones de servicios.

⁶³ los lugares fijos de negocios en los cuales una persona de existencia visible o ideal, una sucesión indivisa, un patrimonio de afectación o una explotación o empresa unipersonal desarrolle, total o parcialmente, su actividad y los inmuebles urbanos afectados a la obtención de renta.

⁶⁴ Ley 541 tomo ordenado por Decreto 882/2004.

⁶⁵ A las entidades bancarias les resulta aplicable una alícuota especial del 4%. Se destaca que la Ciudad de Buenos Aires se aparta de las demás jurisdicciones provinciales en las cuales se permite deducir de los ingresos los intereses y tasas pasivas.

la gravabilidad de contratos de derivados se debe analizar en cada caso si la celebración de dicho contrato es una operatoria autónoma o es accesoria de otra principal, como por ejemplo ocurre con los contratos derivados de cobertura que se presentan como accesorios de la actividad cubierta.

- *Impuesto a los Sellos*: en este caso, su gravabilidad depende de que se hayan celebrado actos en la jurisdicción provincial que ostenta la potestad tributaria, cumpliendo tres requisitos; i) la existencia de actos jurídicos, ii) formalizados en instrumentos públicos o privados y iii) que hallan sido otorgados en la jurisdicción o que tengan efectos en ella. En el ejemplo de la Ciudad de Buenos Aires, sólo se encuentran gravados por este impuesto la transferencia de dominio de inmuebles.

3.51 En síntesis, en Argentina la estructura impositiva se adaptó para incluir contratos de derivados en los casos del Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado con arreglos convergentes a las recomendaciones internacionales. Sin embargo, aún existen inconsistencias en el caso de otros impuestos de alcance nacional y aquellos de jurisdicción local (tales como las generadas por la normativa que reglamenta el impuesto a los Bienes Personales e Ingresos Brutos, por ejemplo).

Imposición sobre Fideicomisos en Garantía

3.52 Un análisis particular merece el tratamiento impositivo de los fideicomisos armados como garantía de las operaciones de los Miembros Compensadores en mercados organizados, cuyo único objetivo es garantizar los pagos de los saldos netos deudores que surjan como consecuencia de la liquidación de las operaciones con instrumentos derivados. Es decir, los fideicomisos tienen una clara finalidad única y excluyente de garantía, no existiendo actividad alguna por parte del fiduciario que no sea la mera tenencia de los activos. Sin embargo, la interpretación de la normativa y su alcance en el caso de fideicomisos en garantía resulta difusa y genera controversias, que en la práctica se dirimen en la forma de dictámenes, los cuales van definiendo los criterios a aplicar según se trate del fiduciario, fiduciante y beneficiario del fondo.

3.53 En este sentido, en su trabajo Malumián (2005) explica que en base a las modificaciones en la normativa y a la doctrina ..."se estableció que el fideicomiso en garantía no calificaba como sujeto pasivo de los impuestos a las Ganancias y al Valor Agregado, debido a la circunstancia fáctica de que no era realizador de hechos imposables. Por otra parte, se deslindó al fiduciario de la responsabilidad de ingresar los tributos correspondientes, habida cuenta que no calificaba como administrador de patrimonio ajeno, atento a que la función que como fiduciario desempeñaba se encontraba ligada a la función de garantía del fideicomiso, en tanto la operatoria era dirigida por el originante (fiduciante) del mismo"... y continúa ..." En síntesis, en tanto el fideicomiso en garantía circunscriba su actividad exclusivamente al fin para el que fue constituido, no se considerará que puedan atribuírsele la realización de hechos imposables, y por lo tanto no revestirá la calidad de sujeto del impuesto"...

3.54 En cuanto al impuesto a los Bienes Personales, la misma lógica aplicada por los dictámenes a Ganancias y al Valor Agregado se extiende a dicho impuesto. En lo referido a Ganancia Mínima Presunta, la Ley del impuesto establece que los fideicomisos son sujeto de gravamen y alcanzan a los titulares de dichos activos. Sin embargo, Malumián (2005) en su trabajo y en base al análisis de la jurisprudencia existente explica que ...” una interpretación que considere en forma integral la normativa y los dictámenes aplicables, existirían argumentos para sostener la inaplicabilidad del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta a los fideicomisos en garantía”... Es decir, existen argumentos que permitirían concluir que no hay claridad en la aplicabilidad del impuesto a los contratos de derivados. En cuanto al Impuesto a los Sellos y a los Ingresos Brutos, nuevamente su aplicabilidad depende de la jurisdicción en cuestión; en el caso de Santa Fé, por ejemplo, la gravabilidad del contrato del fideicomiso en el caso de Sellos depende de si el instrumento prevé alguna remuneración para el fiduciario, en tanto que para el caso de Ingresos Brutos no existen especificaciones en la normativa que explicita el alcance a los contratos de derivados.

Infraestructura de Mercado

3.55 Como fue mencionado anteriormente, uno de los principios de buenas prácticas para los mercados de capitales delineados por IOSCO se relaciona con la reducción del riesgo sistémico, incluyendo los mecanismos de negociación en mercados secundarios (del 25 al 30). Entre estos últimos se detallan los relacionados a la infraestructura de mercado, refiriéndose a los sistemas de negociación, compensación y liquidación. En efecto, los principios a partir del número 25 se refieren a:

- *El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, estará sujeto a autorización y supervisión reguladora. (Principio 25);*
- *Existirá una supervisión constante de las bolsas y los sistemas de negociación con el objeto de asegurar que se mantenga la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las necesidades de los distintos participantes del mercado. (Principio 26);*
- *La regulación promoverá la transparencia en la negociación. (Principio 27);*
- *La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales de negociación. (Principio 28);*
- *La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión de los riesgos derivados de exposiciones desmedidas, incumplimientos y fluctuaciones bruscas de los mercados. (Principio 29); y*
- *Los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones de valores estarán sujetos a la supervisión del regulador, y diseñados para asegurar que sean justos, efectivos, eficaces y que minimicen el riesgo sistémico. (Principio 30).*

3.56 Con la excepción del Principio 26 (que está implementado parcialmente), todos los principios mencionados anteriormente se encuentran completamente implementados, es decir, cumplen con los

estándares sugeridos internacionalmente. Ello implica que a nivel de infraestructura de mercado Argentina cuenta con tecnología y mecanismos de negociación, liquidación y compensación adecuados, contribuyendo a la reducción del riesgo sistémico. En efecto, durante la década anterior, el fuerte crecimiento de los mercados de capitales en nuestro país involucró grandes inversiones en tecnología para diseñar plataformas confiables y eficientes. La mayor profundidad de los mercados secundarios se logró mediante la implementación de sistemas de negociación electrónica en línea y sistemas de compensación internacionalizados, entre otros. La crisis de 2001-2002 afectó significativamente el acceso a los mercados internacionales, la variedad de productos y el financiamiento de los mercados secundarios. Sin embargo, en lo referente a la plataforma tecnológica y sistemas de negociación, la crisis dejó intactas las capacidades logradas en los años previos. Ello se traduce en una ventaja en la actualidad, donde los mercados comenzaron a recuperarse y ofrecen una mayor variedad de productos.

3.57 En el caso específico de los mercados de derivados, tanto el MATBA como el ROFEX -y el MAE con sus Operaciones Compensadas a Término (OCT)- cuentan con sistemas de tecnología de negociación electrónica de punta. Ello permite explotar todos los beneficios que brindan los sistemas informáticos de transacción y liquidación, destacándose la transparencia, la imparcialidad y la igualdad de oportunidades. Adicionalmente, la operatoria electrónica permite que se pueda transar con la mejor contra-oferta, operar en forma totalmente anónima, controlando los riesgos de contraparte y humanos de los operadores en forma automática mediante un sistema de Control de Riesgo, mejorar las posibilidades de control y seguimiento de las ofertas ingresadas por cada operador, entregar al administrador informes de todo lo sucedido en la terminal de cada operador en un intervalo de tiempo y contar con datos estadísticos sobre la operativa de cada instrumento y fijar automáticamente el precio de cierre oficial de cada instrumento de acuerdo con un algoritmo matemático predefinido, entre otros. En el caso del MAE, el sistema de negociación es el SIOPEL y cumple con los más altos estándares internacionales en materia tecnológica. Por otro lado, el MATBA es el único mercado de futuros y opciones de la Argentina que ha certificado su Sistema de Gestión de Calidad bajo la Norma ISO 9001:2000. Por último, ROFEX es el único mercado de futuros de Sudamérica que registra, compensa, liquida y garantiza sus contratos a través de una Cámara Compensadora de futuros y opciones (Argentina Clearing House). Esta última es la primera y única Cámara Compensadora de futuros y opciones de Argentina, autorizada a funcionar por la CNV en el año 2002. Asimismo, desde el año 1998 ROFEX utiliza un nuevo sistema para cálculo de márgenes basado en la simulación de escenarios tal como lo hacen los mercados más importantes del mundo.

3.58 En síntesis, desde el punto de vista de la infraestructura tecnológica, los distintos mercados en Argentina y el regulador cuentan con sistemas altamente confiables y de avanzada. Ello posiciona a nuestro país entre los mercados con mejor cumplimiento de estándares internacionales en esta materia (IOSCO).

4. Conclusiones y Recomendaciones

4.1 Estimar la mayor utilización de derivados exige, entre las cuestiones prioritarias, entender adecuadamente su funcionamiento, riesgos y beneficios, contar con una mayor disponibilidad de instrumentos, mercados líquidos y profundos, adecuada regulación, supervisión y tratamiento impositivo, en línea con las mejores prácticas internacionales y con el respaldo jurídico-legal que brinde garantías a las operaciones. En este sentido, el análisis realizado a lo largo de esta nota de distintos aspectos de importancia para el desarrollo de los mercados de derivados –tales como regulación, supervisión, barrera a la entrada y salida del mercado, marco impositivo e infraestructura tecnológica, entre otros- muestra que existen en la actualidad problemas que deben superarse para impulsar el desarrollo del mercado. Las recomendaciones que se describirán más adelante se enriquecieron mediante el diálogo y sugerencias debates surgidas del Ciclo de Mesas Redondas realizadas en el CEF en los meses de abril y agosto de 2006 y por las discusiones mantenidas con representantes de la industria. Asimismo, las recomendaciones expuestas se enmarcan en el enfoque predominante a nivel internacional, adaptado a las características y restricciones existentes en el ámbito local. Para ello, se consideraron principalmente los Principios de regulación y supervisión de IOSCO y FIA, entre otros.

4.2 Como punto de partida, debe destacarse que el desarrollo del mercado de futuros y derivados requiere de políticas macroeconómicas consistentes con la estabilidad y el crecimiento. En efecto, la experiencia económica reciente muestra que en general la política macroeconómica está focalizada en el corto plazo. Si bien no es un problema exclusivo de este mercado, esta estrategia exagera la incertidumbre, limitando el desarrollo del mercado de derivados (liquidez, profundidad y oferta de instrumentos). La recomendación para superar este problema indica que se debe avanzar en esquemas de políticas sostenibles consensuadas, con crowding-in del gobierno en el mercado de capitales, que provean marco de planeamiento de largo plazo, previsibilidad inflacionaria y en las reglas de juego, de modo de reducir la incertidumbre de agentes económicos.

4.3 Entre los problemas identificados relacionados con el marco legal y regulatorio vigente, un elemento del derecho del que hoy adolece la legislación y normativa que regula el mercado de futuros y derivados es el de mecanismos de compensación de créditos y débitos ante situaciones concursales y de quiebra y de integración de capital regulatorio. Para ello, es necesario sancionar la llamada Ley de Netting, de características compatibles con las mejores prácticas internacionales para operaciones en mercados regulados y para mercados OTC, manteniendo independencia operativa entre ambos mercados.

4.4 Asimismo, una mayor seguridad a la operatoria de estos mercados también exige acotar los riesgos que enfrentan los usuarios de instrumentos de cobertura. En este sentido, se identificó como problema la estructura y nivel de capitales mínimos; este último es bajo y uniforme para los distintos riesgos enfrentados, sin evaluar su adecuación por distintos grados de exposición al riesgo. La recomendación apunta a elevar el monto del capital mínimo requerido y converger hacia la implementación de un esquema de requisitos de capital en base a riesgos.

4.5 En relación a la organización y operatoria del mercado, se identificaron como problemas la existencia de barreras a la entrada y salida de intermediarios e inversores no residentes, lo cual eleva los costos de operar en tales mercados, y restricciones a la demanda de instrumentos de cobertura por parte de inversores institucionales. En este caso, las recomendaciones apuntan a converger hacia esquemas de libre movilidad de capitales, removiendo el requisito de encaje no remunerado del 30% para el ingreso de capitales de no residentes y remover la exigencia de conformidad previa del BCRA de concertación y acceso al mercado de cambios por parte de residentes. En el largo plazo, en la medida en que se avance en acuerdos de cooperación extra-frontera entre reguladores, podría levantarse el requisito que intermediarios no residentes abran oficinas y constituirse legalmente en Argentina para concertar operaciones localmente. Mediante “cuentas ómnibus” y/o clearing remoto podría estimularse su participación y reducir costos de entrada. En relación a la operatoria de inversores institucionales, se recomienda permitir la operatoria de instrumentos de cobertura por parte de las compañías de seguro y AFIPs mediante modificaciones en los marcos regulatorios. Además, el BCRA debería revisar la regulación sobre capitales mínimos, la cual excluye a los activos expuestos a riesgo de tasa de interés con cobertura de bancos del exterior que cumplan con el requisito de calificación “A” o superior. Se debería considerar el otorgamiento de igual tratamiento a los bancos locales y así se reducirían barreras a la entrada a los mercados de cobertura.

4.6 En cuanto al desempeño operativo, alcance y eficiencia de tarea de supervisión y regulación se observó que existe superposición de reguladores en/entre jurisdicciones, hecho agravado por el secreto de información entre reguladores. En este sentido, se recomienda fomentar procesos sistemáticos de cooperación mediante MDE, propiciar intercambios de conocimientos técnicos y experiencia profesional entre reguladores a nivel local e internacional. En relación al secreto de información entre reguladores, lógicamente se recomienda removerlo, estimulando una mejor cooperación y entendimiento entre los mismos.

4.7 En relación al financiamiento de la CNV, en la comparación con la experiencia de países como Brasil y España el financiamiento del organismo en Argentina presenta fallas en su diseño y es deficitario. Entre los ingresos presentan una elevada participación las partidas presupuestarias. Ello atentaría contra el diseño óptimo del esquema de ingresos que dejaría de lado especulaciones sobre la independencia y autonomía del regulador. En este sentido, la recomendación es que, en la medida en que el desarrollo y la profundidad de los mercados lo permitan, debería reformularse la estructura de financiamiento, adaptándola a una con mayor injerencia de tasas y aranceles como se observa en los casos mencionados anteriormente.

4.8 Asimismo, en relación a la tarea de supervisión de la CNV, existen deficiencias en su accionar, dado que se carece de procesos sistematizados, incluyendo a los de los mercados autorregulados. Un ejemplo de ello es que las investigaciones resultan innecesariamente largas en la actualidad y en algunos casos son infructuosas. Para superarlas, las recomendaciones apuntan a elaborar sobre el diseño y puesta en marcha de programas eficaces de supervisión continua, con remisión de reportes periódicos. Para ello se recomienda seguir los principios establecidos por los organismos especializados (IOSCO y FIA) en la materia.

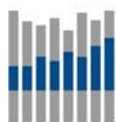
4.9 Por último, se identificó como elemento restrictivo del desarrollo del mercado de derivados el vacío normativo en la aplicación de distintos impuestos de carácter nacional y provincial, tales como Bienes Personales, Ingresos Brutos y a los Sellos. En este sentido, se recomienda en todos los casos definir en la reglamentación de cada impuesto su alcance a instrumentos derivados. Asimismo, debe reconsiderarse la estructura impositiva y su alcance a los fideicomisos en garantía en los casos en que existen vacío normativo y controversia en la aplicación (Bienes Personales, Ganancia Mínima Presunta, Ingresos Brutos y Sellos).

4.10 La adopción de políticas que tiendan a mejorar los marcos macroeconómico, regulatorio (en especial la supervisión basada en riesgos de intermediarios financieros), impositivo, institucional aumentarían la oferta y la demanda y utilización de otros instrumentos (ej, cobertura por tasas de interés), lo que permitiría alcanzar las escalas relativas observadas en otros países de la región. En la medida en que se avance en las reformas y reglamentaciones necesarias para mejorar dichos marcos se podría estimular el uso de nuevos instrumentos de cobertura que aporten previsibilidad a los flujos derivados de decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. En este sentido, es destacable el avance que la CNV y el BCRA están haciendo en los últimos tiempos para desarrollar y crear nuevos instrumentos de cobertura.

4.11 Sin embargo, la introducción de las modificaciones que fomenten el desarrollo de los mercados de derivados en Argentina debe incluir como elemento inexorable capacitación y alcance de información relevante a las partes involucradas en las distintas etapas de estos contratos. El mejor entendimiento del funcionamiento de los contratos de futuros y derivados y su dinámica global allanarían el camino para lograr un mayor desarrollo de estos mercados en nuestro país. Para ello, el esfuerzo sincronizado de reguladores, mercados, bancos, calificadoras de riesgo e instituciones que fomenten la educación financiera, entre otros, podría aportar en esta tarea.

Bibliografía y Referencias

- Akhtar, Shamshad (2002). "Demutualization of Asian Stock Exchanges — Critical Issues and Challenges". En "Demutualization of Stock Exchanges. Problems, Solutions And Case Studies". Asian Development Bank. Manila. Filipinas.
- Bank for International Settlements (BIS). Sets of statistics on derivatives markets. Junio 2005.
- Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan Marcus (2005). "Investments". Sixth Edition. Mc Graw Hill.
- BCRA. Normas Ordenadas. "Capitales Mínimos de las Entidades Financieras".
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, página web.
- CNV. Normas de la Comisión Nacional de Valores. Texto Año 2001 y actualizaciones.
- Chicago Mercantile Exchange Inc. Amendment No. 5 To Form S-4. Registration Statement. Under The Securities Act of 1933. Washington DC. United States.
- European Financial Market Lawyers Group (2004). "Protection For Bilateral Insolvency Set-Off And Netting Agreements Under EC Law".
- Futures Industry Association Global Task Force on Financial Integrity (1995). "Financial Integrity Recommendations for Futures and Options Markets and Market Participants".
- Greenspan, Alan (2003). "Global Finance: Is it Slowing?". The Federal Reserve Bank. Paris. France.
- Greenspan, Alan (2005). "Risk Transfer and Financial Stability". The Federal Reserve Bank. Chicago. US.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2003). "Objectives and Principles of Securities Regulation".
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2006). "Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution".
- Kroszner, Randall (1999). "Can the Financial Markets Privately Regulate Risk? The development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the Counter Innovations". Journal of Money, Credit and Banking.
- Levine, Ross (2004). "Finance and Growth: Theory and Evidence". NBER Working Papers 10.766, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Malumián, Nicolas (2005). "Tratamiento Fiscal de los Agentes o Miembros Compensadores para Cartera Propia y de los Comitentes". ROFEX. Argentina.
- Moser, James T. (1998). "Contracting Innovations and the Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges". Working Paper. Federal Reserve Bank of Chicago. Research Department. Chicago. United States.
- Pearson, William (2002). "Demutualization of Exchanges—The Conflicts of Interest (Hong Kong)". En "Demutualization of Stock Exchanges. Problems, Solutions And Case Studies". Asian Development Bank. Manila. Filipinas.
- Ruggero Preto (2000). Proyecto de Ley. Expediente Número 65/00. Honorable Cámara de Senadores del Congreso de la Nación.
- SAFJP. Instrucción N°22/2003. "Normativa General de Inversiones".
- SSN. Resolución 21.523/92; texto actualizado. "Reglamento General de la Actividad Aseguradora"
- Schizer, David M (2004). "Balance in the Taxation of Derivative Securities: An Agenda for Reform". Columbia Law Review, Columbia Law School. Estados Unidos.
- The Group of Thirty (1993). "Derivatives: Practices and Principles". Global Derivatives Study Group. Washington, DC. United States.
- Thorbecke, Willem (1995). "Financial Derivatives: Harnessing the Benefits and Containing Dangers". Working Paper N° 145.
- Thuronyi, Victor (2001). "Taxation of New Financial Instruments". Ad Hoc Group of Experts on International Cooperation in Tax Matters, Tenth meeting. United Nations.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Anexo 1

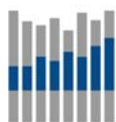
Operaciones OTC Globales – Valores Brutos de Mercado, por Riesgo Cubierto y por Instrumento

	En miles de millones de u\$s		En % del total**	
	2005*	2006*	2005*	2006*
Tipo de Cambio	1.141	1.134	13,6%	10,8%
Futuros y swaps de tipo de cambio	464	436	35,6%	40,7%
Swaps de moneda	549	533	51,0%	48,1%
Opciones	129	166	13,4%	11,3%
Tasa de Interés	6.699	5.549	61,8%	63,2%
Forwards	31	25	0,7%	0,5%
Swaps de moneda	6.077	4.944	90,2%	90,7%
Opciones	592	579	9,1%	8,8%
Acciones	382	671	4,6%	3,6%
Forwards y swaps	88	147	21,4%	23,0%
Opciones	294	523	78,6%	77,0%
Commodities	376	718	2,6%	3,5%
Oro	24	77	27,0%	6,5%
Otras	351	641	73,0%	93,5%
Forwards y swaps	0	0	-	-
Opciones	0	0	-	-
Otros	2.006	2.001	17,5%	18,9%
TOTAL	10.605	10.074	100%	100%

* A junio.

**Inmediato anterior.

FUENTE: BIS.



Anexo 2

Cumplimiento de Estándares Internacionales – Principios IOSCO: Países Seleccionados

Argentina 2006

Principios referidos a:	Grado de Implementación				
	Completamente	Ampliamente	Parcialmente	No Implementado	No Aplica (N/A)/ No evaluado (N/E)
- Regulator	1,5		2,3,4		
- Autorregulación	6			7	
- Fortalecimiento de la Regulación		8	10	9	
- Cooperación	11,12			13	
- Emisores	14,15	16			
- Esquemas de Inversión Colectiva	18,19,20		17		
- Intermediarios			23	21,22,24	
- Mercado Secundario	25,27,28,29,30			26	
TOTAL	15	2	6	7	0

FUENTE: Autoevaluación de la CNV.

Nueva Zelanda 2004

Principios referidos a:	Grado de Implementación				
	Completamente	Ampliamente	Parcialmente	No Implementado	No Aplica (N/A)/ No evaluado (N/E)
- Regulator	1,4,5	2	3		
- Autorregulación	6		7		
- Fortalecimiento de la Regulación		8,9	10		
- Cooperación	11,12	13			
- Emisores		14,15,16			
- Esquemas de Inversión Colectiva		19	18	17,2	
- Intermediarios			21,22,23,24		
- Mercado Secundario	27,29		25,26,28		30 (N/E)
TOTAL	8	8	11	2	1

FUENTE: Financial Sector Assessment Program (FSAP) del FMI.

Francia 2005

Principios referidos a:	Grado de Implementación				
	Completamente	Ampliamente	Parcialmente	No Implementado	No Aplica (N/A)/ No evaluado (N/E)
- Regulator	3,4,5	1,2			
- Autorregulación					
- Fortalecimiento de la Regulación	8,9	10			
- Cooperación	11,12,13				
- Emisores	14	15	16		
- Esquemas de Inversión Colectiva	18,19	17,2			
- Intermediarios	23,24	21	22		
- Mercado Secundario	25,26,27,28,29				6 y 7 (N/A),30 (N/E)
TOTAL	18	7	2	0	3

FUENTE: Financial Sector Assessment Program (FSAP) del FMI.

Italia 2006

Principios referidos a:	Grado de Implementación				
	Completamente	Ampliamente	Parcialmente	No Implementado	No Aplica (N/A)/ No evaluado (N/E)
- Regulator	1,2,3,4,5				
- Autorregulación					
- Fortalecimiento de la Regulación	8,9	10			
- Cooperación	11,12,13				
- Emisores	14,15,16				
- Esquemas de Inversión Colectiva	17,18,19,20				
- Intermediarios	21,22,23,24				
- Mercado Secundario	25,27,28,29	26			6 y 7 (N/A)
TOTAL	25	2	0	0	2

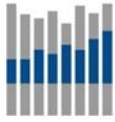
NOTA: En el reporte original no se indica estatus del Principio 30.

FUENTE: Financial Sector Assessment Program (FSAP) del FMI.

Reino Unido 2003

Principios referidos a:	Grado de Implementación				
	Completamente	Ampliamente	Parcialmente	No Implementado	No Aplica (N/A)/ No evaluado (N/E)
- Regulator	1,2,3,4,5				
- Autorregulación	6,7				
- Fortalecimiento de la Regulación	8,9,10				
- Cooperación	11,12,13				
- Emisores	14,15,16				
- Esquemas de Inversión Colectiva	17,18,19,20				
- Intermediarios	21,22,23,24				
- Mercado Secundario	25,26,27,28,29,30				
TOTAL	30	0	0	0	0

FUENTE: Financial Sector Assessment Program (FSAP) del FMI.



Anexo 3

Leyes y cláusulas de Netting - Análisis comparado de legislación

Concepto	Proyecto Preto	España	Chile	México	Brasil
Cobertura	Se incluyen invariablemente todos los acuerdos celebrados mediante contrato, independientemente e que se tratase de privados financieros o no financieros.	Al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, o entidades no residentes autorizadas para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades o empresas.	Está pendiente de modificación la Ley de Quiebras (18.175). No hay legislación que refuerce los acuerdos marco. No obstante, el proyecto de ley presentado al Congreso refiere sólo a operaciones "suscritas al amparo de un mismo convenio global de compensación y contratación" (mercados organizados). No se discrimina entre privados financieros/no financieros. "La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras podrá dictar las normas que fueran requeridas para reglamentar, precisar y detallar la forma y alcance de las compensaciones de obligaciones por derivados".	Por modificación a la ley de quiebras ("Ley de Concursos Mercantiles") se implementa la ley de netting tanto a operaciones en mercados organizados como en mercados OTC.	Por ley se permite el netting de operaciones de entidades financieras que operen en mercados organizados. No fue posible identificar el tratamiento al sector privado no financiero y a operaciones en mercados OTC.
Instrumentos	Se incluyen contratos de derivados y de pases.	Se incluyen contratos de derivados	En el proyecto de ley se incluyen obligaciones "conexas" y de derivados	En la ley se incluyen obligaciones diversas y derivados	En la ley se incluyen obligaciones diversas y derivados
Alcance	Tanto en convocatoria de acreedores como en la quiebra pueden compensarse los créditos y débitos emanados de operaciones de derivados y de pases.	Tanto en convocatoria de acreedores como en la quiebra pueden compensarse los créditos y débitos emanados de operaciones de derivados.	La compensación se considera exclusivamente en situaciones de quiebra.	Tanto en convocatoria de acreedores como en la quiebra pueden compensarse los créditos y débitos emanados de operaciones de derivados y demás instrumentos.	Tanto en convocatoria de acreedores como en la quiebra pueden compensarse los créditos y débitos emanados de operaciones de derivados y demás instrumentos.

FUENTE: CEF en base a legislaciones de los distintos países.