

228

Enero/Febrero 2008


DERECHO COMERCIAL

y de las Obligaciones

**Revista de Doctrina, Jurisprudencia,
Legislación y Práctica**

Fundada por Isaac Halperin en 1968

Director: **Raúl A. Etcheverry**

 LexisNexis®

DERECHO COMERCIAL y de las Obligaciones

Fundada por Isaac Halperin en 1968

Director

Raúl A. Etcheverry

Subdirectores

Oswaldo Gómez Leo - Efraín Hugo Richard

Luis Velasco San Pedro

Jefa de redacción

María E. Uzal

Secretaria de redacción

Alejandra Etcheverry

Comité de redacción

Héctor Osvaldo Cherner - Eduardo Gregorini Clusellas

Graciela Junqueira - Roberto Muguillo

Consejo académico

María Acquarone, Edgardo M. Alberti, Héctor Alegria, Raúl Altamira Gigena, Attilio A. Alterini, Jorge Alterini, Jaime L. Anaya, Miguel C. Araya, Martín Arecha, José Ferro Astray, Héctor A. Benébaz, Alberto J. Bueres, Juan C. Carvajal, Emilio Cornejo Costas, Juan C. Couso, Israel Creimer, Alfredo J. Di Iorio, Joseba A. Echevarría Sáenz, Ignacio Escuti, Horacio P. Fargösi, Juan M. Farina, Eduardo Favier Dubois (padre), Eduardo Favier Dubois (hijo), Mariano Gagliardo, Héctor M. García Cuerva, Alejandro Garro, Carlos G. Gerscovich, Eduardo Giménez Lassaga, Helios Guerrero, David A. Halperin, Elena I. Highton, Eva Holz, Edgard I. Jelonche, Francisco Junyent Bas, Arnoldo Kleidermacher, Boris Kozolchyk, Hebe Leonardi de Herbón, Sergio Le Pera, Augusto Mallo Rivas, Rafael M. Manóvil, María C. Marsili, Augusto M. Morello, Favio Nusdeo, Carlos S. Odriozola, Ricardo Olivera García, Julio C. Otaegui, Jorge Otamendi, Juan C. Palmero, Horacio D. Parodi, Alicia Perugini, Ana I. Piaggi, Guillermo M. Ragazzi, José D. Ray, Siegbert Rippe, Eduardo Roca, Nuri E. Rodríguez Oliveira, Horacio Roitman, Alfredo L. Rovira, Rubén S. Stiglitz, Carlos A. Vanasco, Jorge R. Vanossi, Juan C. Veiga, Eugenio Xavier de Mello, Víctor Zamenfeld, Alberto Zuppi

Una publicación de
LexisNexis
Argentina S. A.
Carlos Pellegrini 887,
1º piso (C1009ABQ),
Buenos Aires,
Argentina

Director Editorial
Alejandro P. F. Tuzio

Redacción
Alejandro Carey,
Susana Martín

Producción
Raúl Hernández Torre

ISSN 1851-1805

Colaboradores

Felipe Aguirre, María Valentina Aicega, Clara S. Amzel de Ginzburg, Mauricio Boretto, Marcelo Camerini, José A. Di Tullio, Mariano Esper, Gabriel Gómez Giglio, Mariano Mark, Gabriel Martínez Medrano, Mariano Muncicó, Carlos Molina Sandoval, Pablo A. Palazzi, Guillermo M. Pesaresi, Horacio J. Romero Villanueva, Agustín Siboldi, E. Daniel Truffat

LINEAMIENTOS BÁSICOS PARA LA SANCIÓN DE LEGISLACIÓN SOBRE *NETTING* EN LA ARGENTINA

por SEBASTIÁN LUEGMAYER

I. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo plantear la necesidad de la sanción de una legislación sobre *netting* en la Argentina y brindar una contribución para que se arribe, no sólo a la comprensión cabal respecto de la utilidad de emitir regulaciones que permitan a las contrapartes de contratos derivados contar con el reconocimiento legal del cierre de posiciones mediante la utilización de *netting*, sino también a la identificación de cuáles serían los lineamientos básicos que deberían ser tenidos en cuenta por parte del legislador al tiempo de legislar sobre esta materia.

En primer término, brindaremos una breve explicación de los contratos derivados, en los cuales el *netting* constituye el mecanismo contractual primordial de liquidación de las posiciones asumidas por las contrapartes.

En segundo término, describiremos el concepto de *netting* y su aplicación en contratos marco para la celebración de derivados OTC, así como también cuál es la utilidad de contar con esta clase de disposiciones contractuales.

En tercer término, concluiremos con un detalle de los lineamientos básicos que deberían ser considerados por parte del legislador, a los fines de contar con una legislación de *netting* que brinde un marco normativo que brinde previsibilidad y seguridad jurídica a las contrapartes que celebren contratos derivados.

II. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR CONTRATO DERIVADO?

En principio, resulta necesario resaltar el crecimiento que ha tenido la utilización de estos instrumentos financieros.

Los contratos derivados se han convertido en un pilar fundamental de la gestión del riesgo en los mercados financieros internacionales. La constante innovación de la ingeniería financiera en la creación de nuevos contratos derivados que tiendan a una mayor eficiencia y a la adaptación a las necesidades de cada empresa o individuo al momento de poner en práctica estrategias destinadas a la gestión del riesgo ha generado una corriente de expansión y crecimiento de los mercados bursátiles y extrabursátiles.

Una prueba irrefutable del crecimiento e importancia que actualmente poseen los contratos derivados se evidencian en las estadísticas anuales correspondientes a los años 2005 y 2006 publicadas por el Banco Internacional de Pagos al estimar que el valor de los contratos derivados *over the counter* ("OTC") en circulación en los mercados derivados se incrementó de 297 a 415 billones de dólares estadounidenses. Estas cifras permiten afirmar que en los mercados derivados el volumen de negociación es considerablemente superior al volumen de los mercados accionarios.

Ahora bien, si sabemos que los mercados derivados tienen una importancia significativa para las empresas e inclusive para nosotros, resulta necesario comprender qué se entiende por contrato derivado.

Se los define como contratos financieros cuyo valor depende del valor de uno o más activos subyacentes o índices basados en los valores de dichos activos¹. Según esta definición, la particularidad de los contratos derivados reside en que las prestaciones debidas por las partes contratantes son calculadas sobre la base de los precios o valores que el activo subyacente tiene en su mercado de negociación. Es decir que la contratación de instrumentos derivados conlleva la negociación de derechos y obligaciones, que se encuentran vinculados a los activos subyacentes, sin que implique necesariamente la transferencia de éstos entre las contrapartes.

Esa concepción de negociar derechos y obligaciones fue adoptada por la *Commodity Futures Trading Commission* —organismo de control de los futuros y opciones negociados en mercados autorregulados de los Estados Unidos de América—, al incluirla en un reporte sobre mercados de derivados².

Teniendo en cuenta la legislación argentina, podemos mencionar la definición que brinda el dec. 1130/1997 sobre derivados al describir en su segundo artículo que "...son aquellos contratos y/o instrumentos cuyo contenido económico depende de los valores de otras variables básicas subyacentes"³.

¹ En 1993 con la intención de brindar pautas metodológicas relacionadas con la gestión del riesgo en transacciones con derivados el denominado Grupo de los Treinta elaboró veinticuatro normas que podían ser utilizadas por las empresas e instituciones financieras. En ese contexto, los derivados son definidos en *Global Derivatives Study Group, Derivatives: Practices and Principles*, The Group of Thirty, Washington DC, 1993, p. 28, "a financial contract whose value depends on the value of one or more underlying assets or indexes of assets values" (traducción del autor).

² Dicho reporte define a los derivados como "a contract, the price of which directly dependent upon (i.e. derived from) the value of one or more underlying securities, equity indices, debt instruments, commodities, other derivatives instruments, or any other agreed-upon pricing index or arrangement (e.g. the movement over time of the Consumer Price Index or freight rates). Derivatives involve the trading of rights or obligations based on the underlying asset, but do not necessarily result in a transfer of the underlying asset", "Letter of Transmittal of Sheila Bair", Acting Chairman CFTC, *Derivatives Market Report*, 25/10/1993, p. 1, citado por SWAN, Edward J., *Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer, 1999.

³ Similar ha sido la definición expuesta en los fundamentos del proyecto de modificación de la ley 24.522 (Concursos y Quiebras), al expresar que "un instrumento financiero derivado es cualquier instrumento financiero cuyo valor es una función de otras variables que son, en cierta medida, más importantes". Asimismo, corresponde precisar que una de las objetivos del dec. 1130/1997 fue crear un marco impositivo acorde con las normas internacionales de tributación aplicables a

Como vemos, la característica principal de un contrato derivado reside en que el valor de las prestaciones económicas se vincula directamente al precio o valor de un determinado activo, que puede o no formar parte del objeto del contrato. Ahora bien, de las definiciones mencionadas no surge con claridad cuál es la función de un contrato derivado.

A nuestro entender, el contrato derivado cumple la función de brindar alternativas a las partes contratantes para cumplir con las prestaciones debidas, permitiendo, en la medida en que hayan sido incluidas previsiones contractuales: (i) la entrega física del activo subyacente; p. ej. el pago de la diferencia entre el precio acordado y el precio del activo subyacente en los mercados; la cesión del contrato a otra contraparte ajena al contrato y la sustitución del activo subyacente. De tal modo, las partes de un contrato derivado cuentan con mecanismos contractuales flexibles para dar cumplimiento a las prestaciones debidas. Es por ello que podemos afirmar que la flexibilidad constituye una característica esencial y propia de los contratos derivados.

El valor de las prestaciones debidas entre las partes contratantes se calcula sobre la base de los precios o valores del activo subyacente. Ese cálculo se realiza teniendo en cuenta el precio acordado y determinado al momento de la celebración de contrato, y el precio de mercado. La diferencia entre uno y otro determina el monto que la parte acreedora recibirá de la parte deudora.

Sin embargo, consideramos que los contratos derivados dependen del cumplimiento de las prestaciones asumidas por las partes, y luego del valor que tienen los activos subyacentes en los mercados físicos o financieros⁴. En contraposición con la mayoría de las definiciones de contratos derivados, consideramos que el valor de los contratos derivados no depende solamente de los precios de los activos subyacentes, sino de la capacidad de cumplimiento de las prestaciones debidas por las contrapartes. Desde nuestra perspectiva, resulta necesario determinar en primera medida el riesgo de crédito o de contraparte, entendido como el riesgo de incumplimiento que asume cada una de las contrapartes de un contrato derivado, para luego sí determinar el riesgo de precio, cuya valuación se encuentra directamente relacionada con el precio de mercado de los activos subyacentes⁵.

Podemos concluir que el contrato derivado consiste en un acuerdo mediante el cual las contrapartes tienen como propósito la transferencia y absorción de ciertos riesgos mediante la negociación de derechos y obligaciones relacionados con las fluc-

instrumentos derivados, es decir, la no retención sobre los pagos a efectuarse a los beneficiarios del exterior, sean estas operaciones con fines de cobertura o especulativas. Para una mayor aproximación al tratamiento impositivo de derivados, ver GOTLIB, Gabriel, "Legislación sobre imposición de derivados, Luces y sombras", *Doctrina Tributaria*, Errepar, XVIII.

⁴ Si los activos subyacentes son *commodities*, el valor de los contratos derivados dependerá de los precios de esos *commodities* en los mercados físicos. Por su parte, si estamos en presencia de activos financieros, como índices, tasas de interés, divisas, el valor de los contratos derivados tendrá que ser calculado sobre la base de los precios de los mercados financieros.

⁵ En tal sentido, coincidimos con Edward Swan que construye su definición de contratos derivados teniendo en cuenta la capacidad de cumplimiento del promitente y la relación del contrato derivado con el precio de mercado del activo subyacente. SWAN, Edward J., *Building the Global Market A 4000 Year History of Derivatives*, cit., p. 18.

tuciones de precios o valores de determinados activos subyacentes. A diferencia de cualquier otro contrato financiero, en los cuales el objeto de la operación consiste en un valor negociable, en los contratos derivados se negocian riesgos, y no los activos subyacentes respecto de los cuales se calculan las prestaciones debidas por las contrapartes.

III. ¿QUÉ ES EL NETTING?

La mayoría de los contratos y documentación que es utilizada habitualmente en mercados de derivados *over the counter* (OTC) tiene como característica principal la estandarización. Las contrapartes adoptan un contrato marco que rige las relaciones contractuales creadas en cada una de las operaciones de derivados y que es concebido como un acuerdo marco de compensación, en virtud del cual las contrapartes, al tiempo de producirse una fecha de vencimiento acordada, proceden a cerrar las posiciones asumidas en una misma moneda, para luego calcular la exposición neta entre las contrapartes de estas operaciones, de modo tal de obtener una única suma debida por una de las contrapartes. Este mecanismo de compensar todas las prestaciones debidas entre las contrapartes respecto de operaciones celebradas bajo un mismo contrato marco para la realización de operaciones de derivados se denomina *netting* o neteo.

Tomando como base los acuerdos marcos para concertar operaciones de derivados OTC, podemos distinguir entre tres clases de *netting*, entre las cuales se encuentran, el *payment netting*, el *close-out netting* y el *netting by novation*.

El *payment netting* consiste en un mecanismo de cálculo de las posiciones abiertas en una o más operaciones de derivados celebradas entre contrapartes, y en su caso por sus subsidiarias, bajo un contrato marco, realizado en fechas predeterminadas mediante el cual las posiciones asumidas con resultado positivo para las contrapartes se netean con las posiciones con resultado negativo, de modo tal de contar con una suma que será asumida por la parte deudora.

Por su parte, el *close-out netting* consiste en el mecanismo por medio del cual una contraparte de un contrato marco de instrumentos derivados OTC, en caso de producirse la resolución anticipada provocada por el incumplimiento de la contraparte u otra causal de resolución prevista en el contrato marco, netea los valores según el método de ajuste a mercado, de todas las operaciones con instrumentos derivados OTC abiertas.

Como vemos, la diferencia esencial entre el *close-out netting* y el *payment netting* reside en que este último es un mecanismo mediante el cual se compensan o netean posiciones abiertas que generan una única suma líquida y exigible, pero que es producto del normal desarrollo del contrato, mientras que el *close-out netting* se produce ante el ejercicio de la facultad de rescindir el contrato ante la existencia de un evento de incumplimiento o de terminación, produciéndose la aceleración de todas las operaciones con instrumentos derivados OTC concertadas por las contrapartes bajo el mismo contrato marco.

IV. ¿CUÁLES SON LOS BENEFICIOS DEL NETTING?

El establecimiento de relaciones jurídicas a través de la celebración de contratos conlleva la asunción de riesgos de incumplimiento de las prestaciones debidas. En tal

sentido, los contratos derivados no quedan exceptuados de dicho riesgo. Si bien los contratos derivados tienen como función principal la transmisión de riesgos por parte de un agente económico y la asunción de tales riesgos por parte de otro agente económico, es dable destacar que los contratos derivados también son generadores de otros riesgos, entre los cuales se encuentran el riesgo de mercado, el riesgo de crédito, el riesgo operativo y el riesgo legal.

El riesgo de mercado reside en las posibilidades de que una contraparte tenga que afrontar pérdidas como consecuencia de las variaciones de los precios del activo subyacente. En ese sentido, cabe mencionar que las asunción de pérdidas se encuentran directamente relacionadas con la posición que asuma cada una de las contrapartes en la transacción.

Por su parte, el riesgo de crédito se basa en la probabilidad de incumplimiento de las prestaciones asumidas por cada una de las contrapartes.

El riesgo operativo ha sido definido en el informe emitido por el G30, como aquel riesgo derivado de las pérdidas asumidas como consecuencia de sistemas de control inadecuados, errores humanos o fallas en el *management*⁶.

El riesgo legal implica la eventual existencia de pérdidas cuando el contrato derivado reviste la calidad de no ejecutable, debido a una falta o inadecuada documentación contractual que respalde las operaciones con instrumentos derivados, la incapacidad para contratar de las contrapartes, o el dictado de una resolución emitida por un tribunal o autoridad regulatoria acerca de la validez de los contratos derivados.

Habiendo descrito los riesgos asumidos por las contrapartes, cabe mencionar que uno de los beneficios principales del *netting* reside en la reducción del riesgo de crédito. De tal modo, la contraparte de un contrato derivado mediante la aplicación de *netting* verá reducida su exposición global frente a su contraparte, puesto que el cálculo de las posiciones abiertas se realiza sobre una base neta.

El valor que tendrá un contrato derivado para cada una de las dos partes surge de la tasa, activo o riesgo subyacente con el cual se relaciona el instrumento derivado. Por ejemplo, el valor del *swap* simple de tasa de interés fija por tasa de interés flotante surge de las tasas de interés de mercado previstas para la divisa respectiva. En lo que se refiere al pagador de la tasa fija, el *swap* tendrá valor si, para reemplazar el *swap* en ese momento, tendría que pagar una tasa fija más alta (a cambio de *Labor*) que aquella requerida en virtud del *swap* existente. En ese sentido, el *swap* sería un activo para el pagador de la tasa de interés en estas circunstancias y un pasivo para el pagador de la tasa flotante. En otras palabras, el pagador de la tasa fija tendría un valor intrínseco positivo y el pagador de la tasa flotante tendría un valor intrínseco negativo.

Podemos describir el beneficio del *netting* para la reducción del riesgo de crédito, con el siguiente ejemplo:

Una institución financiera (la "Parte A") y una compañía (la "Parte B") acuerdan celebrar varios *swaps* de divisas, bajo un contrato marco que rige el mecanismo de *netting* de tales operaciones. Estando vigentes cuatro *swaps* de divisas, se produce la

⁶ Básicamente, ésta ha sido la definición expresada por el *Global Derivatives Study Group, Derivatives: Practices and Principles*, The Group of Thirty, Washington DC, 1993, p. 50: "The risk of losses occurring as a result of inadequate systems and control, human error or management failure".

cesación de pagos de la Parte B, con lo cual la Parte A procede a rescindir éstos *swaps*, en virtud de haberse producido un evento de incumplimiento bajo el contrato marco. La Parte A aplica el *close-out netting*, de forma tal que los valores de los *swaps* de divisas se compensan entre sí, convirtiéndose en un importe neto único de pago.

Desde la perspectiva de la Parte A, y tomando como base a la fecha de la presentación en concurso preventivo de la Parte B los siguientes valores de los cuatro *swaps* de divisas: (i) *Swap 1*: U\$S 9.000.000; (ii) *Swap 2*: U\$S 3.000.000; (iii) *Swap 3*: U\$S - 4.000.000; y (iv) *Swap 4*: U\$S - 2.000.000.

Los *Swaps 1 y 2* reflejan que la Parte A tiene una posición abierta con un valor intrínseco positivo y, por lo tanto, representa un crédito para la Parte A. Por su parte, los *Swaps 3 y 4* indican que la Parte A tiene una posición abierta con un valor intrínseco negativo, el cual representa una deuda para dicha parte.

Suponiendo que la Parte B es una compañía registrada bajo las leyes de un país, cuya legislación falencial no contiene disposiciones relativas a la validez del *netting*, luego de producirse la cesación de pagos, y la presentación en concurso preventivo, la declaración de quiebra, según sea el caso, la Parte A tendrá un crédito a su favor de U\$S 12.000.000 y, asimismo, una deuda de U\$S 6.000.000.

La falta de legislación de *netting* coloca a la Parte A en una situación desfavorable, por cuanto tendrá que pagar una suma de U\$S 6.000.000 a la Parte B y presentar una verificación de su crédito ante el síndico del concurso preventivo, por un importe de U\$S 12.000.000. Ante la existencia de un escenario en el cual el síndico del concurso preventivo aconseje declarar admisible el crédito de la Parte A por un importe de U\$S 4.000.000, cuya decisión es luego confirmada por el juez del concurso preventivo de la Parte B, en tal caso la Parte A habría pagado U\$S 6.000.000 y tendría una acreencia contra la Parte B de U\$S 4.000.000.

La sanción de leyes que acepten la aplicación del *netting* ante situaciones de insolvencia coadyuva a reducir significativamente el riesgo de crédito con relación a la Parte B. Es decir que mediante la aplicación del *close-out netting* previsto en un contrato marco, el importe neto único de pago con relación a todos los *swaps* de divisas cancelados, producto de la terminación anticipada ante el acaecimiento de un evento de incumplimiento, como la cesación de pagos de la Parte B, sería el equivalente a U\$S 6.000.000 (U\$S 9.000.000 + U\$S 3.000.000 - U\$S 4.000.000 - U\$S 2.000.000).

De tal forma, la Parte A tendría un crédito por un importe de U\$S 6.000.000, en lugar de tener que pagar una deuda de U\$S 6.000.000 a la Parte B cuando se lo requiera el síndico de concurso preventivo, y tener que esperar al momento de cumplimiento de la propuesta concursal homologada para cobrar parte de su crédito por un importe de U\$S 4.000.000.

A su vez, la aplicación del *close-out netting* en los diferentes contratos derivados, con su consecuente reducción del riesgo de crédito contribuye a reducir el riesgo sistémico, por cuanto permite limitar los posibles efectos adversos que la terminación anticipada de los contratos derivados celebrados por un participante de mercado de derivados puede llegar a tener sobre otros participantes de dicho mercado.

Por su parte, la utilización del *close-out netting* contribuye a la reducción de costos asociados con la concertación de contratos derivados. En tal sentido, cuando una compañía acude a una institución financiera para celebrar contratos derivados destinados a cubrir una posición sobre un determinado activo subyacente, la institución fi-

nanciera le asigna una línea de crédito a esa compañía, afectando de tal forma parte de su capital para los contratos derivados que celebra con esa compañía. Si se carece de una legislación *netting* y de regulaciones emitidas por el Banco Central, que permitan, por un lado, liquidar las posiciones abiertas sobre una base neta, la entidad financiera, desde la perspectiva de las regulaciones de capitales mínimos, se verá obligada a calcular sobre una base bruta la asignación de líneas de crédito para los contratos derivados, reduciendo la liquidez de dicha entidad financiera.

Los países que no cuenten con legislación de *netting* y, por consiguiente, con regulaciones emitidas por sus bancos centrales que establezcan el cálculo del coeficiente de capitales mínimos poseen una desventaja competitiva frente a aquellos países que ya han legislado y regulado sobre esta materia.

En la actualidad, los países que han sancionado legislación sobre *netting* son los siguientes: Bahamas, Barbados, Bermuda, Islas Vírgenes Británicas, Brasil, Islas Caimán, Canadá, Méjico, Sudáfrica, EE.UU., Austria, Bélgica, Islas Anglonormandas (Jersey y Guernsey), República Checa, Dinamarca, Inglaterra, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Gran Ducado de Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Noruega, Polonia, Portugal, España, Suecia, Suiza, Turquía, Australia, Hong Kong, India, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Taiwán y Tailandia.

V. LINEAMIENTOS BÁSICOS PARA LA SANCIÓN DE LEGISLACIÓN SOBRE NETTING

El propósito principal en adoptar la legislación sobre *netting* consiste en asegurar la aplicación y la validez de las disposiciones sobre *close-out netting*, ante la existencia de un evento de incumplimiento o de terminación contenidas en los contratos marcos que usualmente son utilizados por los participantes de los mercados de derivados.

Los lineamientos básicos que el legislador debería tener en cuenta al momento de sancionar una modificación a la ley 24.522 son los siguientes: (i) los privilegios de los acreedores; y (ii) si los beneficios de la compensación deberían limitarse a los bancos o a cualquier otro tipo de contraparte específica que reúna las condiciones pertinentes.

(i) *La aplicación del netting no crea privilegios para acreedores.* Una transacción crea privilegios cuando perjudica a otros acreedores del deudor y se lleva a cabo mientras el deudor se encuentra efectivamente en cesación de pagos (o se insolventa) o tiene lugar en el período de sospecha que precede la apertura formal del proceso fallencial.

Si bien la legislación de *netting* garantiza la seguridad jurídica de quienes reúnen las condiciones para el cálculo de la liquidación por neteo de posiciones con el concursado, es importante comprender que la aplicación del mecanismo de *close-out netting* no privilegiaría los derechos de un acreedor por sobre otro, sino que establecería, y de esa forma cuantificaría, el importe neto que adeuda o se le adeuda al concursado o a su contraparte. En caso de que un importe neto sea adeudado por el concursado, el crédito de este acreedor en particular recibe el mismo tratamiento que los créditos de otras partes no comprendidas en la legislación sobre *netting*.

Cabe distinguir la metodología utilizada mediante el mecanismo de *close-out netting* de las operaciones en las cuales se aplica la compensación, en los términos del

art. 818, CCiv.⁷ Esto se debe a que, a diferencia de la compensación ordinaria, la liquidación de posiciones utilizando el mecanismo de *close-out netting* contemplados en los contratos marco no extingue las obligaciones adeudadas al patrimonio del concursado y, por lo tanto, no privan al patrimonio de un activo. En virtud de la condicionalidad a la cual están sujetas las obligaciones de pago y entrega de un contrato marco, las partes no tienen más que un derecho condicional de recibir pagos y exigir el cumplimiento de los compromisos asumidos por la otra parte. Es otros términos, el "activo" representado por tales derechos se ve restringido por la existencia de ciertas condiciones (y, en particular, la condición de que no se produzca ninguna causal de incumplimiento o posible incumplimiento en oportunidad del pago o cumplimiento de una obligación). La incertidumbre respecto del cumplimiento de pagos u obligaciones futuras al producirse la cesación de pagos de una de las partes no priva al patrimonio concursal de ningún activo real con valor real al cual tenía derecho previamente.

En ese sentido, la legislación sobre *netting* debería disponer que los pagos realizados en virtud de operaciones que reúnan las condiciones que oportunamente se fijen no reciban tratamiento de privilegio, es decir que dichos pagos no se efectúen con la intención de perjudicar a los otros acreedores.

(ii) *Contrapartes que reúnen condiciones para aplicar el mecanismo de netting.* La legislación sobre *netting* debería ser amplia y flexible, a los efectos de que los beneficios descritos favorezcan a todos aquellos que deseen celebrar contratos derivados. Si se restringen los beneficios del *netting* a una contraparte que cumpla con las condiciones fijadas por el legislador, entonces las condiciones deberían ser lo suficientemente amplias, para poder incluir a todos los posibles beneficiarios de la legislación sobre *netting*, incluidos los participantes del sector privado no financiero. En tal sentido, la legislación sobre *netting* no debería excluir a las sociedades por acciones, compañías de seguros, personas físicas u otros participantes que pudieran verse potencialmente beneficiados por el mecanismo de *netting*.

Cabe mencionar que cierta legislación sobre *netting* ha hecho distinciones entre las partes (por ejemplo, instituciones financieras) que reúnen las condiciones para aplicar el mecanismo de *close-out netting*; no parece razonable que deban hacerse distinciones. La limitación del beneficio para ciertos participantes del mercado de derivados conlleva necesariamente a reducir la seguridad jurídica y la eficacia que el *netting* pretende alcanzar.

Adoptar un criterio restrictivo en cuanto a quiénes serán los participantes de los mercados de derivados que serán beneficiarios de la aplicación de la legislación sobre *netting*, generalmente, requiere de modificaciones a dicha legislación para garantizar las salvaguardas que se pretenden en un mercado dinámico.

La determinación de los potenciales beneficiarios de la legislación sobre *netting* teniendo en consideración el lugar de residencia, en caso de personas físicas, o el lugar de constitución, en caso de personas jurídicas, constituye una restricción que afectaría, no sólo la seguridad jurídica, sino también el desarrollo y liquidez del merca-

⁷ El art. 818, CCiv., dispone que "la compensación de las obligaciones tiene lugar cuando dos personas por derecho propio, reúnen la calidad de acreedor y deudor recíprocamente, cualesquiera que sean las causas de una y otra deuda. Ella extingue con fuerza de pago, las dos deudas, hasta donde alcance la menor, desde el tiempo en que ambas comenzaron a coexistir".

do de derivados de la Argentina. Si el legislador considera que la legislación sobre *netting* debe beneficiar solamente a personas jurídicas residentes en la Argentina, aquellas personas jurídicas no residentes quedarán excluidas de la aplicación de dicha legislación.

El establecimiento de restricciones a participantes extranjeros implica crear una barrera de ingreso a estos participantes al incipiente mercado de derivados de la Argentina, quienes no contarán con un beneficio fundamental al momento de concertar contratos derivados con contrapartes argentinas. En otras palabras, una entidad financiera extranjera que celebre un contrato derivado con una contraparte argentina no podrá reducir su riesgo de crédito con dicha contraparte, debido a que no le resultará aplicable el mecanismo de *close-out netting* previsto en el contrato marco ante el acaecimiento de un evento de incumplimiento atribuible a la contraparte argentina o ante un evento de terminación.

Consideramos que el único fundamento para restringir la aplicación de los beneficios de la legislación sobre *netting* sería el de fomentar el desarrollo del mercado de derivados argentino, beneficiando a las entidades financieras comprendidas bajo la ley 21.526. Cabe mencionar que los mercados de derivados requieren no sólo la participación de participantes locales, sino también de participantes extranjeros, quienes en forma conjunta pueden incrementar el volumen de transacciones y, de tal forma, lograr un mercado de derivados con liquidez.

Supongamos que las entidades financieras argentinas por regulaciones emitidas por el Banco Central de la República Argentina no se encuentran autorizadas a celebrar contratos derivados, cuyos activos subyacentes sean *commodities*, como el petróleo, oro, soja, maíz, girasol, etc. En tal escenario, una compañía productora de petróleo requiere la implementación de una cobertura frente a las fluctuaciones constantes del precio del producto que produce. Para ello decide contactarse con entidades financieras locales para concertar un *swap de commodities* (petróleo)⁸, quienes por cuestiones regulatorias se ven impedidas de celebrar esta clase de contrato derivado.

Ante la inexistencia de entidades financieras locales que se encuentren autorizadas a concertar *swaps de commodities* (petróleo), decide contactar a entidades financieras extranjeras. Sin embargo, las entidades financieras extranjeras al analizar las implicancias legales que tendría celebrar un *swaps de commodities* (petróleo) con la compañía argentina consideran de vital importancia el hecho de que la legislación sobre *netting* sólo beneficie a las entidades financieras locales, excluyendo del tal beneficio a las entidades financieras extranjeras. En consecuencia, las entidades financieras extranjeras deciden no celebrar un *swap de commodities* (petróleo) con la compañía argentina.

Con este caso queremos resaltar que el otorgamiento de los beneficios de la legislación sobre *netting* únicamente a entidades financieras locales no sólo producirá un

⁸ El *swap de commodities* es un contrato derivado mediante el cual una parte abona sumas periódicas en una moneda determinada de un importe fijo y la otra parte abona sumas periódicas en la misma moneda del precio de un *commodity*, como por el ejemplo el petróleo o el oro, o un contrato de futuros sobre un *commodity*; todos los cálculos se realizan en función de una cantidad de referencia del *commodity*.

crecimiento limitado del mercado de derivados local sobre ciertos activos subyacentes y la consecuente falta de liquidez por insuficiencia de participantes y volumen de transacciones, sino también consecuencias directas sobre las empresas argentinas que decidan utilizar la gestión de riesgos, ya que no encontrarán contrapartes para concertar contratos derivados que satisfagan sus necesidades de cobertura, especulación o arbitraje.