

240

---

Enero/Febrero 2010

# DERECHO COMERCIAL

y de las Obligaciones

---

Revista de Doctrina, Jurisprudencia,  
Legislación y Práctica

---

Fundada por Isaac Halperin en 1968

Director: **Raúl A. Etcheverry**

 **AbeledoPerrot®**

Buenos Aires / Bogotá / México / Santiago

## ASPECTOS REGULATORIOS DE LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES

por SEBASTIÁN LUEGMAYER

### I. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como propósito brindar una aproximación a los conceptos básicos de los contratos de futuros y opciones, así como también describir los principales aspectos regulatorios de los mercados de futuros y opciones.

En primer término, nos abocaremos a describir los conceptos y elementos propios de los contratos de futuros y de las opciones, estableciendo las características generales de cada figura contractual, que permitirá comprender en forma integral el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones.

En segundo lugar, comentaremos las causas por las cuales los mercados de futuros y opciones mantienen la potestad exclusiva de creación de los contratos de futuros y opciones, realizando un paralelismo entre el monopolio de esos mercados a la luz de la regulación federal de los EE.UU. y las normas argentinas aplicables. Adicionalmente, describiremos los criterios básicos y principios generales que gobiernan los mercados de futuros y opciones.

Finalmente, concluiremos con una descripción del funcionamiento de los mercados de futuros y opciones y de algunas cuestiones relacionadas con la manipulación y las reglas del *insider trading* aplicables a los participantes de dichos mercados.

### II. CONTRATOS DE FUTUROS. CONCEPTO. ELEMENTOS ESENCIALES

Un contrato de futuro es un acuerdo entre un vendedor y un comprador por medio del cual el primero (vendedor) se obliga a entregar al segundo (comprador) una cantidad específica de un activo subyacente de calidad determinada en una fecha fijada en el futuro y a un precio establecido a su cierre, obligándose el comprador a pagar el precio en la fecha estipulada.

Dentro de la doctrina extranjera se los define como el contrato en el cual el comprador se obliga a comprar un activo específico a un precio de ejercicio determinado que debe ser pagado a la fecha de vencimiento del contrato <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> SCHWARTZ, Robert J. - SMITH (Jr.), Clifford W., *The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management*, Institute of Finance, New York, 1990, ps. 3 y 4. "The basic form of the futures

Resulta interesante mencionar una serie de precedentes de los EE.UU. en los cuales se señalaron cuáles son las características propias de los contratos de futuros, para luego brindar una descripción de sus elementos esenciales.

En el caso "CFTC v. National Coal Exchange, Inc." <sup>2</sup>, la cuestión discutida consistió en determinar si la CFTC <sup>3</sup>, en cumplimiento de las funciones atribuidas por la *Commodity Exchange Act*, tenía jurisdicción sobre los contratos ofrecidos por la *National Coal Exchange* (NCE). La CFTC expuso ante la Corte <sup>4</sup> que la NCE comenzó a ofrecer contratos de compra de carbón en 1980, mediante los cuales los clientes de la NCE, en su calidad de compradores de carbón, se encontraban obligados a aceptar la entrega de dicho producto en una fecha futura. Posteriormente, la NCE reemplazó el contrato de compra de carbón por una orden de confirmación de compra.

Asimismo, la CFTC argumentó que si bien dichos contratos establecían términos y condiciones propios de un contrato de compra con entrega diferida, la verdadera intención de las partes no consistió en celebrar un contrato de compra de carbón con entrega física, sino ofrecer un verdadero contrato de futuros, cuyo activo subyacente fuera el carbón.

El argumento de la CFTC se fundó en que dichos contratos consistían en la entrega futura de una cantidad específica <sup>5</sup> y calidad determinada de carbón en una fecha cierta a un precio acordado entre la NCE y su cliente al momento de la celebración del contrato de compra de carbón. Además, los contratos preveían disposiciones sobre características del carbón, reglas de entrega y penalidades por incumplimiento en la entrega del activo subyacente. Todos los contratos tenían un año y un día de duración y podían ser prorrogados por los clientes contra el pago de un monto adicional a la NCE. Los términos y condiciones de los contratos no podían ser negociados por sus clientes, más allá del precio y la cantidad de carbón, constituyéndose en verdaderos contratos estandarizados.

Ellos eran ofrecidos a los clientes a través de agentes de venta designados por la NCE. En general, las órdenes de los clientes eran enviadas directamente a los agentes de venta, quienes instruían a los clientes a transferir directamente los fondos para la celebración del contrato de compra de carbón a la NCE, quien, a su vez, enviaba el contrato.

Los agentes de venta realizaron esfuerzos de venta mediante el uso de teléfonos o el envío de material por correo dirigiendo las ofertas para celebrar contratos de com-

---

contract is identical to that of the forward contract, that is, a future contract also obligates its owner to purchase a specified asset at a specified exercise price on the contract maturity date".

<sup>2</sup> US-DIST-CT, *Commodity-Futures* nro. 21,424, "CFTC v. National Coal Exchange, Inc., et al." (2/4/1982).

<sup>3</sup> Commodity Futures and Trading Commission.

<sup>4</sup> United States District Court, Western District of Tennessee, Western Division..

<sup>5</sup> Como un contrato de futuros, los contratos de compra de carbón ofrecidos por NCE sólo podían ser negociados sobre determinadas cantidades y clases de carbón. De tal modo, sólo podían ser concertados contratos con cantidades de 700, 1250, 2500 y 5000 toneladas, y sobre determinadas clases de carbón, entre las cuales se encontraban Sewanee, Nelson, Morgan Springs y Richland.

pra de carbón al público en general, quienes en su mayoría carecían del conocimiento del mercado del carbón y de la experiencia en la negociación de dicho producto.

A pesar de que los contratos de compra de carbón establecían que el comprador estaba obligado a concretar la recepción del carbón, la mayoría de los compradores carecía del conocimiento del mercado y de la industria del carbón y nunca tuvo la intención de recibir carbón, sino solamente contar con un instrumento financiero que le permitiera especular con las fluctuaciones en los precios de dicho producto. Más aún, los agentes de venta de la NCE aseguraron a los clientes que no tendrían que aceptar la entrega del carbón al tiempo del vencimiento del contrato.

A medida que se acercaba la fecha de vencimiento del contrato de compra de carbón, los clientes de la NCE comenzaron a preguntarles a los agentes de venta quién sería el responsable de la recepción del carbón. Ante la falta de respuesta por parte de los agentes de bolsa y de la NCE, algunos clientes intentaron revender el carbón o bien ceder el contrato de compra de carbón a un tercero. Las cantidades de carbón negociadas en los contratos de compra concertados con la NCE eran de poco interés para los intermediarios de carbón, con lo cual no había mercado para que los clientes de la NCE pudieran revender el carbón. No sólo la cantidad prevista en el contrato de compra de carbón constituyó un obstáculo para que los clientes de la NCE pudieran vender su carbón a terceros, sino también la calidad, el precio y las condiciones de entrega del carbón.

Con el propósito de determinar si los contratos ofrecidos por la NCE a sus clientes podían ser considerados de futuros, la CFTC estableció que un contrato de futuro tiene las siguientes características<sup>6</sup>: 1) contrato estandarizado; 2) disposiciones sobre entrega; 3) determinación del precio al tiempo de celebración del contrato; 4) oportunidad de compensar o extinguir las obligaciones de entrega; 5) alguna modalidad de sistema de cotización de precios y una negociación de mercado competitiva.

Como veremos más adelante, la estandarización de los términos y condiciones de los contratos de futuros es una de las características distintivas con respecto a otros contratos derivados. La gran mayoría de los contratos de futuros es liquidada antes del vencimiento mediante la concertación de un nuevo contrato de futuro que permita la asunción de una posición contraria en relación a la posición tomada en el original. Por ejemplo, si el participante asume una posición compradora en un contrato de futuros de soja con vencimiento el 30/4/2009 y en forma previa quiere desarmar su posición, solamente deberá concertar un nuevo contrato de futuros asumiendo una posición vendedora. La esencia de los mercados de futuros reside en esta regla de liquidación, constituyendo un elemento esencial en el cierre de las posiciones asumidas bajo éstos.

Si la liquidación mediante la concertación de una operación de signo contrario a la operación original no fuera la regla general, los mercados de futuros podrían experi-

<sup>6</sup> "Generally, a commodity futures contract has the characteristics indicated by Gold and other experts added by the parties 1) a standardized form of contract; 2) specified future delivery provisions; 3) price determination at time of agreement; 4) opportunity for offset or extinguishment of delivery obligations; 5) transferability of risk; 6) some form of price quotation system and competitive market trading". US-DIST-CT, *Commodity-Futures* nro. 21,424, "CFTC v. National Coal Exchange, Inc., et al." (2/4/1982).

mentar serias dificultades en el cumplimiento de la entrega física de los activos subyacentes, ya que si todos los participantes que tienen un derecho a recibir un determinado activo subyacente en una fecha determinada deciden liquidar sus contratos de futuros mediante entrega física, podría no haber suficientes activos subyacentes en el mercado *spot* para cumplir con dichas entregas.

La CFTC esgrimió como puntos determinantes para caracterizar al contrato de compra de carbón como un contrato de futuros el hecho de que la NCE actuó o intentó actuar como una especie de mercado, facilitando la transferencia directa de información entre compradores y vendedores con el objetivo de lograr la concertación de contratos de compra de carbón, así como también que la modalidad de ofrecimiento de los contratos de compra de carbón fueron destinados al público en general, tal como sucede en los mercados de futuros.

La Corte concluyó que los contratos de compra de carbón ofrecidos por la NCE son equivalentes a los contratos de futuros en función del ofrecimiento efectuado por los agentes de venta que representaban a la NCE ante miembros del público inversor, cuyo propósito fue contar con un instrumento financiero que les permitiera especular sobre las fluctuaciones de los precios del carbón en los mercados *spot*. También la Corte tomó en cuenta las declaraciones de los clientes de la NCE, quienes en ningún momento mencionaron que su intención fue liquidar los contratos mediante la entrega física del activo subyacente.

Otro caso interesante que ha servido para brindar una aproximación al concepto de contratos de futuros ha sido *in re* "Stovall, et al." <sup>7</sup>, en el cual la CFTC consideró la apelación efectuada por Rawlin L. Stovall y Stovall and Stovall, Inc. respecto de la resolución inicial y orden de revocación de la registración como *broker* y miembro del CBOT y del Chicago Open Board of Trade.

Rawlin Stovall era un *broker* registrado en la Chicago Board of Trade y la Chicago Open Board of Trade, y asimismo, era el presidente y principal accionista de Stovall, Inc. Rawlin Stovall y la sociedad Stovall, Inc. habían apelado la decisión inicial adoptada por un juez administrativo de revocar la registración para actuar como miembros registrados de los mencionados mercados, logrando que la CFTC aceptará el recurso de apelación.

El juez administrativo fundó su decisión de revocar la registración de Rawlin Stovall y Stovall Inc. debido a que aquél había ofrecido y aceptado órdenes para concertar contratos de compra y venta *spot* de *commodities*. Sin embargo, el juez administrativo determinó que las órdenes que fueron aceptadas por Stovall eran para concertar contratos de futuros, cuyo activo subyacente eran *commodities*.

Adicionalmente, el juez administrativo sostuvo que Stovall no se encontraba registrado como un agente intermediario en un mercado de futuros, que le permitiera ofrecer contratos de futuros sobre *commodities*, así como también por haber aceptado órdenes adoptando la posición contraria en los contratos concertados sin la intención de buena fe de ejecutar dichos contratos. Es decir que Stovall celebraba los contratos de compra y venta de *commodities* sabiendo que no iba a cumplir con su entrega física, sino que liquidaría los contratos por la diferencia entre el precio pactado en el contrato y el de mercado del *commodity* en la fecha de liquidación.

<sup>7</sup> CFTC-Issuance, Commodity-Futures nro. 20,941, *in re*, "Stovall, et al." (6/12/1979).

La cuestión planteada residía en determinar si los contratos ofrecidos y concertados por Stovall quedaban excluidos de la definición de contratos de futuros, por lo cual la CFTC carecería de competencia para sancionar las actividades realizadas por Stovall.

En tal sentido, la CFTC mencionó que los contratos de futuros de *commodities* son contratos estandarizados de compra o venta de *commodities* con entrega en una fecha futura, y que son directa o indirectamente ofrecidos al público en general y, además, se encuentran garantizados por dinero constituido como margen de garantía. El propósito principal de las partes que celebran contratos de futuros consiste en asumir o transferir el riesgo de fluctuación del valor de los *commodities*, en lugar de transferir su propiedad a una de las partes.

Conforme lo señalado, la mayoría de los participantes de los mercados de futuros extinguen sus obligaciones de entrega o pago del activo subyacente mediante la liquidación por compensación de sus contratos mediante la concertación de nuevos contratos con anterioridad a la fecha acordada para la entrega del activo subyacente, asumiendo posiciones contrarias, y en donde la pérdida o ganancia se calcula sobre la diferencia de precio entre el contrato de futuros inicial y el nuevo contrato. En consecuencia, en los contratos de futuros las partes usualmente no esperan que se produzca la entrega del activo subyacente.

Asimismo, la CFTC acreditó que las operaciones concertadas por Stovall fueron directamente dirigidas al público en general, por lo que Stovall infringió el art. 4º de la *Commodity Exchange Act*<sup>8</sup>, el cual disponía en su parte pertinente que es ilegal para cualquier persona realizar o ejecutar cualquier oferta, o cualquier confirmación de su ejecución, o cualquier cotización o informe de precios respecto de cualquier contrato de venta de *commodities* con entrega futura, mediante correo, telégrafo, teléfono, o cualquier otro medio de comunicación, sujeto a las reglas de cualquier mercado de los Estados Unidos de América, excepto que en cualquier de los mencionados casos, ese contrato sea celebrado por o a través de un miembro del mercado, el cual haya sido designado como un contrato del mercado<sup>9</sup>.

Otra consideración tenida en cuenta por la CFTC fue la utilización por parte de Stovall de contratos estandarizados con similitudes a los términos y condiciones de los contratos de futuros ofrecidos en el mercado autorregulado de los EE.UU.

En función de estos precedentes, podemos concluir que los contratos de futuros pueden ser identificados por la estandarización de sus términos y condiciones, cuya

<sup>8</sup> La *Commodity Exchange Act* es una ley federal sancionada por el Congreso de los Estados Unidos de América el 15/6/1936 que establece las disposiciones generales sobre la regulación de los *commodities* y actividades de intermediación de contratos de futuros. Asimismo, requiere que la concertación de cualquier contrato de futuros o de opciones sobre *commodities* sea realizada en el ámbito de una bolsa de comercio o mercado organizado.

<sup>9</sup> El art. 4º de la *Commodity Exchange Act* disponía que "It shall be unlawful for any person to deliver for transmission through the mails or in interstate commerce by telegraph, telephone, wireless, or other means of communication any offer to make or execute, or any confirmation of the execution of, or any quotation or report of the price of, any contract of sale of any commodity for future delivery on or subject to the rules of any board of trade in the United States, or for any person to make or execute such contract of sale... except, in any of the foregoing cases, where such contract is made by or through a member or a board of trade which has been designated... as a contract market...".

determinación queda en manos del mercado de futuros donde son negociados; el participante del mercado de futuros no espera que se produzca la entrega del activo subyacente; y el uso de medios de transmisión masiva permite dirigir ofertas al público en general para celebrar contratos de futuros.

La estandarización de los contratos de futuros tiene como consecuencia que lo único que se negocia entre comprador y vendedor es el precio del activo subyacente, mientras que el monto, plazo, fecha de vencimiento y márgenes de garantía, constituyen elementos que forman parte del contrato que se negocia en un mercado autorregulado. Es así como los compradores o vendedores de un contrato de futuros de oro no pueden negociar cuánto oro pueden comprar o vender, su forma, calidad o el lugar de entrega <sup>10</sup>.

El propósito de la estandarización de los contratos de futuros reside en la creación de un instrumento que reduzca al mínimo el costo de transacción asociado con la negociación. Si cada término y/o condición del contrato fuese negociado en forma individual por las partes, los costos serían considerablemente mayores.

El establecimiento de términos y condiciones estandarizados permite generar liquidez en los mercados de futuros, resultando más fácil ofrecer contratos que luego podrán ser liquidados mediante una operación contraria, puesto que siempre habrá un participante del mercado que quiera celebrarla. En contraposición, la estandarización tiene como desventaja la de no contar con un contrato de futuros que permita una adecuada cobertura frente a los riesgos que enfrente un participante del mercado de futuros, ya que sólo existe una cantidad limitada de contratos de futuros sobre ciertos activos físicos o financieros que pueden ser ofrecidos en un determinado mercado, y asimismo las fechas de vencimiento de los contratos de futuros se encuentran prefijadas por el mercado de futuros.

Ahora bien, más allá de las características generales que pueden ser mencionadas con respecto a los contratos de futuros, corresponde mencionar cuáles son los elementos que forman parte integrante de cualquiera de ellos.

## 1. Determinación del activo subyacente

Se debe especificar cuál será el producto que integrará el objeto de los contratos de futuros, para lo cual se requiere, además de su denominación, la determinación en forma clara y precisa de su calidad y cantidad. El establecimiento del monto del contrato de futuro resulta un factor fundamental para determinar si ese producto tendrá éxito entre los participantes de los mercados de futuros. Asimismo, la estandarización de las características del activo subyacente permite lograr que los participantes de los mercados de futuros cuenten con activos fungibles, que puedan ser fácilmente negociados, y que ante un evento de incumplimiento en la entrega del activo, el mercado de futuros, a través de su cámara de compensación, pueda garantizar la entrega del activo subyacente. La determinación de las características de dicho activo no es alea-

<sup>10</sup> Un claro ejemplo de ello es el contrato de futuros del Comex (*Commodity Exchange*), que exige la entrega de 100 onzas de oro de una calidad de 0.999 en un depósito de intercambio aprobado por ese mercado en Nueva York, Estados Unidos.

toría, puesto que en forma previa a la creación de un nuevo contrato de futuros, el propio mercado evalúa las necesidades de los participantes del mercado *spot* de un determinado *commodity* o activo financiero <sup>11</sup>. Si bien en un principio los contratos de futuros se negociaban sobre *commodities*, como soja, maíz, arroz y algodón, la evolución de estos contratos llevó a que se extendiera no sólo a productos agrícolas, sino también a activos financieros, productos energéticos, metales preciosos, etcétera <sup>12</sup>.

## 2. Precio

Este elemento del contrato se estipula de común acuerdo por las partes al momento de su celebración. De esta forma, éste será el precio que deberá ser pagado por el comprador al vendedor, independientemente del valor que tenga el activo subyacente al vencimiento del contrato.

## 3. Fecha

Se acuerda una fecha en el futuro a partir de la cual se hacen efectivas las obligaciones recíprocas de las partes integrantes del contrato de futuro. Es decir, el comprador se obliga a entregar el dinero, y el vendedor se compromete a la entrega física del activo subyacente.

## 4. Modalidad de liquidación

Resulta necesario determinar si el contrato de futuros será liquidado mediante la entrega física del activo subyacente, o bien mediante la liquidación de la diferencia entre el precio de ejercicio acordado entre las partes y el precio de mercado del activo subyacente en la fecha de vencimiento establecida en el contrato.

<sup>11</sup> Es el mercado *spot* del activo subyacente el que determina cuáles son las características de dicho activo a ser negociado bajo un contrato de futuros. Resulta necesario que los principales participantes del mercado *spot* se encuentren de acuerdo en la calidad y cantidad del activo subyacente que formará parte del contrato de futuros propuesto por un determinado mercado de futuros para asegurar el éxito de dicho contrato derivado.

<sup>12</sup> Una interesante explicación en la utilización de otros productos de naturaleza no agrícola se puede encontrar en la evolución de la regulación sobre *commodities* de las leyes federales de los EE.UU. "La *Commodity Exchange Act* (CEA) es un cuerpo de leyes que determinan cuáles son los productos que pueden ser negociados en los contratos de futuros. Originalmente, esta normativa legal define un *commodity* como un producto agrícola, entre los que se pueden nombrar al trigo, oleaginosas, huevos, lanas, etc. Sin embargo, con el transcurso de los años se fueron incluyendo nuevos productos dentro del concepto de *commodity*. En tal sentido, en 1974 el Congreso del mencionado país entendió que debía ampliarse la definición de *commodity*, por lo que se determinó que debía incluirse 'todo otro tipo de bienes y artículos, excepto las cebollas'. Esta exclusión se debió a que ya existía una ley específica que regulara la negociación de ese producto a través de los contratos de futuros. Actualmente, el término *commodity* incluye bonos del tesoro, índice accionario S&P, depósitos bancarios, monedas extranjeras e incluso índices de precios que reflejan tasas de inflación"; EDWARDS, Franklin R. - MA, Cindy W., *Futures and Options*, Mc Graw-Hill, New York, 1992, p. 4 (traducción del autor).

En el caso de que se haya fijado la entrega física del activo subyacente, es el mercado de futuros el que determina cuáles son las alternativas de los lugares en los cuales el vendedor de un contrato de futuro deberá entregar el activo subyacente al comprador. En función de las alternativas ofrecidas por el mercado de futuros, el comprador del contrato de futuros es quien determina cuál será el lugar de entrega del producto.

## 5. Designación de mercado de futuros

El contrato de futuro debe mencionar cuál es el mercado de futuros en cuyo ámbito será negociado por los intermediarios autorizados. A su vez, el mercado de futuros debe poseer una plataforma de cotización de precios que opere de forma competitiva, de forma tal de asegurar mayor liquidez a sus participantes. Es dable destacar que las reglas de negociación establecidas por el mercado de futuros deben facilitar la transferencia de los riesgos entre sus participantes, permitiendo una asignación eficiente de los riesgos y, asimismo, la determinación de las expectativas futuras en la evolución de los precios de los activos subyacentes.

## 6. Márgenes de garantía

Las obligaciones de pago de las partes contratantes de contratos de futuros se encuentran garantizadas por activos líquidos (por ej., dinero en efectivo o valores negociables) que permitan afrontar las pérdidas generadas como consecuencia del movimiento desfavorable de los precios del activo subyacente. En general, se requiere un margen de garantía inicial para concertar el contrato de futuros, y dependiendo de la existencia de pérdidas para el cliente, puede requerírsele garantías adicionales que permitan cumplir con el límite de garantía mínimo impuestos por los mercados de futuros.

### III. OPCIONES: CONCEPTO. ELEMENTOS. MODALIDADES

Las opciones son contratos que otorgan a una parte (el tomador) el derecho de elegir, durante un período determinado, comprar o vender un activo subyacente a un precio establecido en su inicio. Por este derecho el tomador debe pagar una prima al emisor del contrato de opción. En el caso de que la opción fuese ejercida por el tomador, entonces el emisor tendrá la obligación de entregar el activo subyacente.

Autores foráneos definen las opciones como el contrato que otorga a una de las partes (el comprador) el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una determinada cantidad y calidad de una mercadería subyacente (o activo) en algún tiempo en el futuro, a un precio acordado por las partes en el momento de su celebración. Si el comprador elige ejercer su derecho, luego el vendedor de la opción está obligado a cumplirla <sup>13</sup>.

<sup>13</sup> EDWARDS, Franklin R. - MA, Cindy W., *Futures...*, cit., p. 17, "The contract gives one party (the buyer) the right, but not the obligation, to purchase or sell a stated quantity and quality of the underlying commodity (or asset) at some point in the future at a price agreed to when the

En la Argentina sólo uno de los mercados autorregulados autorizados por la Comisión Nacional de Valores brinda una definición de opciones. El Merval, en el art. 25, inc. e), de su Reglamento Operativo, establece que "son aquellas operaciones en las que una de las partes, el lanzador, se obliga frente a la otra, el tomador, a venderle o comprarle cantidades tipificadas de una especie, al precio fijado y dentro del plazo máximo convenido. El precio del lanzamiento de la opción se llama prima y es pagado al contado por el tomador al lanzador. El tomador puede ejercer la opción de compra o de venta hasta el último día hábil bursátil del plazo de vigencia de aquéllas. El ejercicio implica un nuevo contrato y en ningún caso la prima es deducible del precio".

A diferencia de los contratos de futuros, donde ambas partes tienen obligaciones y derechos, en las opciones una de las partes —el tomador— puede ejercer su derecho a comprar o vender un determinado activo, pero no se encuentra obligado a ejercerlo. Por el contrario, el lanzador de la opción ante el ejercicio del derecho por parte del tomador se encuentra obligado a comprar o vender el activo subyacente. En esta clase de contrato derivado, los derechos y obligaciones asumidas por las partes son asimétricos, por cuanto sólo una de las partes debe cumplir con sus obligaciones, mientras que la otra no <sup>14</sup>.

El lanzador de la opción no tiene la información para determinar en qué momento el tomador ejercerá su derecho a ejercer la opción. El derecho de ejercicio reside únicamente en el tomador de la opción. Cabe resaltar que el derecho de ejercicio de la opción tiene como contrapartida el pago de una suma de dinero por parte del tomador al lanzador que se denomina comúnmente "prima". En las opciones negociadas en mercados autorregulados, el pago de la prima se realiza al tiempo de la concertación del contrato de opción y constituye una prestación no reembolsable para el tomador.

Desde la perspectiva del tomador de la opción, la exposición a las fluctuaciones del precio del activo subyacente carece de relevancia, ya que su pérdida potencial se limita únicamente a la prima pagada al lanzador. A cambio de recibir la prima, el lanzador de la opción tiene una exposición ilimitada, ya que el precio del activo subyacente puede cambiar sustancialmente en el transcurso del plazo de duración de la opción.

## 1. Elementos

Las opciones negociadas en mercados autorregulados y mercados *over-the-counter* comparten elementos propios, permitiendo una caracterización de estos contratos frente al resto de los contratos derivados (por ej., *forwards*, futuros y *swaps*).

---

contract is first entered into. If the buyer chooses to exercise this right, the seller of the option is then obligated to perform".

<sup>14</sup> Lamothe Fernández señala que "en un contrato de opción, los derechos y obligaciones y, en consecuencia, la posición ante el riesgo del comprador y del vendedor son asimétricas. Así, el comprador tiene el derecho (no la obligación) de comprar o vender, es decir, ejercer la opción en el plazo correspondiente a la misma. Sin embargo, el vendedor sólo tiene obligaciones, en el sentido de que tendrá que comprar o vender si el poseedor de la opción decide ejercerla, y en caso contrario no hará nada"; LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper, *Opciones financieras. Un enfoque fundamental*, McGraw-Hill, Madrid, 1993, p. 4.

### a) Sujetos contratantes

En una opción, el sujeto contratante que tiene el derecho a ejercerla es denominado comprador o tomador. Conforme lo señalado, el tomador posee el derecho de ejercer o no la opción, sin que se encuentre obligado a ejercitarla. Por su parte, el vendedor o lanzador de la opción solamente tiene una obligación de cumplir con la prestación comprometida al tomador, sin que exista la posibilidad de eximirse de su cumplimiento.

### b) Prima

La asunción de los riesgos que implican las fluctuaciones de los precios de activos físicos, financieros o contratos <sup>15</sup> por parte del lanzador de la opción es compensada con el pago de un precio por el tomador. En las opciones negociadas en mercados autorregulados, la prima es determinada por el propio mercado en función de un conjunto de variables (por ej., valor intrínseco de la opción, volatilidad del precio del activo subyacente, período de vigencia de la opción —valor temporal—, liquidez del contrato y del activo subyacente), y en general es pagado por el tomador al momento de la celebración del contrato.

En los mercados *over-the-counter*, el cálculo del valor de la prima en las opciones es realizado por el vendedor o lanzador. La obligación de pago de la prima puede ser efectuada por el tomador: i) al momento de la celebración; ii) en la fecha de ejercicio de la opción mediante la concertación de una opción con diferimiento de pago de la prima, en la cual el precio de ejercicio se fija en un determinado nivel que permite determinar cuál será el valor futuro de la prima; y iii) establecer un pago contingente de la prima en la medida en que el valor intrínseco de la opción se encuentre por encima del valor de mercado del activo subyacente (por ej., *in the money*). En dicho supuesto, el costo de la prima será significativamente mayor para el tomador en comparación con una opción cuya prima se calcula y se paga al momento de su celebración.

### c) Activos subyacentes

El titular de una opción tiene el derecho de ejercer su derecho a comprar o vender un determinado activo físico o financiero; por consiguiente, los activos subyacentes de las opciones son los derechos a comprar o vender un determinado activo físico o financiero que surgen de un contrato. Empero, resulta necesario recordar que en la práctica diaria de los mercados autorregulados resulta común que las opciones se referían directamente al activo subyacente que será objeto de venta o compra, por ejemplo, una opción sobre acciones, bonos, índices, tasas de interés o *commodities*.

En los mercados autorregulados, la mayoría de las opciones concertadas son de compra o venta, por lo cual el activo subyacente más utilizado es el contrato de com-

<sup>15</sup> Como veremos más adelante, el activo subyacente de una opción consiste en derechos de compra o venta de activos físicos o financieros. Es decir que la opción otorga al tomador el derecho a celebrar otro contrato derivado (por ej., *forward*, futuro y *swap*) con el lanzador de dicha opción.

praventa. Sin embargo, es usual en los mercados *over-the-counter* celebrar opciones para otras clases de contratos derivados, como los *swaps* y *forwards*.

#### d) Precio de ejercicio

El precio de ejercicio es el valor preestablecido al momento de la celebración de la opción por las partes o el mercado autorregulado <sup>16</sup>, según sea el caso, el cual sirve para que el tomador pueda adoptar la decisión de ejercer o no su derecho de compra o venta de los activos físicos o financieros.

Existe una vinculación directa entre el precio de ejercicio y el precio de *spot* del activo físico o financiero que será adquirido o vendido en la fecha de ejercicio, en la medida en que se materialice el ejercicio de la opción de compra o venta por parte del tomador, por cuanto permite determinar cuál es el valor intrínseco de la opción. En efecto, el valor intrínseco de la opción se determina en función de la diferencia existente entre el valor *spot* del activo o el contrato y el precio de ejercicio.

El valor intrínseco sirve para determinar el valor de la opción. En los mercados financieros, comúnmente existen tres clases de niveles de valores de las opciones, a saber: i) sobre la par o "*in the money*"; ii) bajo la par u "*out of the money*"; y iii) a la par o "*at the money*".

El uso de un ejemplo de una opción liquidable por diferencias resulta muy útil para la explicación de los diferentes valores de las opciones.

#### 1) Opción sobre la par ("*in the money*")

Se dice que una opción se encuentra sobre la par o "*in the money*" cuando el precio de ejercicio de la opción se encuentra por encima del precio *spot* del activo subyacente.

Supongamos que una empresa celebra una opción de compra de 100 acciones de General Electric con una entidad financiera, estableciéndose que el precio de ejercicio es de U\$S 10 por cada acción de General Electric y el plazo de ejercicio de la opción finaliza el 30/4/2010. En la fecha de ejercicio de la opción, el precio *spot* en el mercado autorregulado donde cotiza la acción de General Electric asciende a U\$S 15. En dicho supuesto, en la fecha de ejercicio el valor intrínseco de la opción de compra será de U\$S 5 por cada acción, por lo que la empresa adoptará la decisión de ejercer su derecho a comprar la cantidad de acciones acordada con el lanzador o vendedor de la opción, ya que obtendrá un beneficio de U\$S 500. En una opción de compra liquidable por diferencias, el tomador deberá pagarle al tomador los U\$S 500. Cabe aclarar que el beneficio neto del tomador no será U\$S 500, ya que deberá restársele la suma pagada al lanzador en concepto de prima.

<sup>16</sup> La operatoria de opciones en los mercados autorregulados conlleva la determinación de precios de ejercicio para cada uno de los contratos de opciones disponibles, para lo cual se establecen precios de ejercicio por arriba y por debajo del precio *spot* usual del activo físico o financiero.

## 2) Opciones bajo la par ("out of the money")

Una opción se encuentra bajo la par o "out of the money" cuando su precio de ejercicio se encuentra por debajo del precio spot del activo subyacente.

En el caso de la opción de compra de 100 acciones de General Electric, si el precio spot de las acción en la fecha de ejercicio de la opción es de U\$S 8, el valor de la opción será negativo, puesto que el precio de ejercicio de la opción es de U\$S 10 por cada acción. En tal supuesto, el valor de la opción de compra se encuentra bajo la par u "out of the money".

## 3) Opciones a la par ("at the money")

El valor de la opción se encontrará a la par o "at the money" en la medida en que el precio spot del activo sea igual al precio de ejercicio de la opción.

En nuestro caso, en la fecha de ejercicio de la opción el precio de cotización de las acciones de General Electric es de U\$S 10 y el precio de ejercicio acordado es de U\$S 10.

### e) Período de ejercicio

El plazo de tiempo entre la fecha de concertación de la opción y la fecha de ejercicio o fecha de vencimiento se denomina período de ejercicio de la opción. La conclusión del período de ejercicio depende exclusivamente de una acción consistente en el ejercicio de la opción por el tomador, o bien de una omisión derivada de dejar que la opción expire.

### f) Fecha de ejercicio y fecha de vencimiento

Se entiende por fecha de ejercicio el día en el cual el tomador de la opción hace uso de su derecho a ejercerla. Por su parte, la fecha de vencimiento es el último día del período de ejercicio en el cual el tomador puede ejercer la opción. Es decir que ante el acaecimiento de la fecha de vencimiento, se produce la expiración del derecho a ejercer la opción por parte del tomador.

Dependiendo de cuál sea la clase de opción —americana, europea o bermuda—, la fecha de ejercicio de la opción coincidirá con la fecha de vencimiento. Como veremos más adelante, si el tomador celebró una opción europea, la fecha de vencimiento de la opción coincide con su fecha de ejercicio, ya que sólo puede ser ejercida el último día del período de ejercicio. Mientras que en las opciones americanas, el tomador tiene el derecho a ejercer la opción en cualquier momento del período de ejercicio.

## 2. Modalidades de opciones

Las opciones americanas son contratos derivados en donde su titular puede ejercer su derecho durante todo el plazo de duración e inclusive en la fecha de vencimiento.

to. Por el contrario, en las europeas su titular sólo puede ejercer su derecho en la fecha de vencimiento o ejercicio estipulada en el contrato <sup>17</sup>.

Durante unos pocos años fue cierto que la clasificación entre opciones americanas y europeas se correspondía con las características de los contratos negociados en ambos continentes. Hoy en día se negocian ambas modalidades en las diferentes plazas financieras mundiales, por lo que su acepción geográfica no tiene gran sentido. Lo que sí es un hecho es que existe una tendencia en los mercados organizados a utilizar, principalmente, las opciones americanas por su mayor flexibilidad <sup>18</sup>.

Otras modalidades de opciones son las denominadas bermudas, que pueden ser ejercidas durante un determinado número de días especialmente establecidos en el contrato. Por último, las asiáticas tienen la característica de que su precio es determinado en función de un promedio aritmético de precios del activo subyacente tomado en diferentes fechas durante su período de ejercicio.

#### IV. LA CREACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES COMO POTESTAD EXCLUSIVA DE LOS MERCADOS AUTORREGULADOS

En sus orígenes, los mercados de futuros y opciones tuvieron como propósito generar un ámbito de negociación que permitiera reunir a participantes de un determinado mercado *spot*, principalmente de materias primas, en el cual compradores y vendedores representados por agentes intermediarios celebrarían operaciones de futuros y opciones, fijando precios y determinando las modalidades de entrega y lugares de recepción de los activos subyacentes.

Los mercados de futuros nacieron ante la necesidad imperiosa de los participantes de los mercados *spots* de *commodities* de asegurar la compra o venta a precios que permitieran lograr una adecuada cobertura frente a las fluctuaciones propias de los mercados *spots* y contar con una fuente de información fidedigna respecto de las expectativas de precios.

Ello se vincula directamente con los beneficios que brindan los mercados de futuros vinculados con la provisión de adecuados instrumentos para gestionar los riesgos de precios que resulten menos costosos y más eficientes respecto de los instrumentos existentes en los mercados *over-the-counter* y, asimismo, con el mecanismo de *price discovery*, que consiste en suministrar información sobre los precios de los activos subyacentes de los contratos de futuros.

Teniendo en cuenta la función social que cumplen los mercados de futuros en el ejercicio de las actividades económicas, es dable destacar la participación del Estado a través de los organismos de control en el ejercicio de sus potestades regulatorias, estableciendo reglas para la creación de contratos de futuros por parte de mercados organizados.

<sup>17</sup> DIEZ DE CASTRO, LUIS - MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan, *Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*, McGraw-Hill, Madrid, p. 128. "Aquellas opciones que pueden ser ejercidas sólo en el momento del vencimiento reciben el nombre de opciones europeas, pero si pueden ejercer, además, antes de dicha fecha se denominan opciones americanas".

<sup>18</sup> LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper, *Opciones financieras...*, cit., ps. 3 y 4.

El establecimiento de regulaciones destinadas a fijar parámetros para la creación y oferta de contratos de futuros y opciones ha tenido diversas causas, las cuales se basan principalmente en las circunstancias del mercado. En tal sentido, consideramos oportuno brindar una descripción de las regulaciones impuestas por los organismos reguladores en los EE.UU. respecto de la creación de contratos de futuros y opciones, para luego enfocarnos en las regulaciones aplicables a los mercados de futuros y opciones en la Argentina.

## 1. El monopolio de los mercados de futuros y opciones en la regulación de los EE.UU.

Las regulaciones impuestas por el gobierno federal de los EE.UU. a la negociación de contratos de futuros sobre granos materializada a través de la denominada *Futures Trading Act* tuvo su correlato en la existencia de operaciones de especulación por parte de ciertos participantes de un determinado mercado, destinadas a fijar grandes posiciones en un activo físico específico, de forma tal que lograban controlar su precio. Aparecieron los denominados "*bucket shops*" en los cuales se aceptaban órdenes de compra o venta de *commodities* o activos financieros por parte de los clientes, pero luego no se concretaba la operación en el mercado organizado, sino que se establecía un contrato por diferencias, por el cual la ganancia o la pérdida surge entre el precio informado por el cliente y el precio de mercado del activo subyacente existente en la fecha de vencimiento del contrato. La operatoria de los *bucket shops* era una práctica ilegal, ya que celebraban contratos por diferencias, en los cuales la parte compradora no tiene la intención de pagar el precio, como así tampoco la parte vendedora de entregar el *commodity* o activo financiero. En definitiva, el *bucket shop* tomaba el riesgo de la transacción que sería asumido por el mercado en caso de haberse concertado la operación dentro de su ámbito de negociación.

Las actividades desarrolladas por los *bucket shops* causaron pérdidas significativas a sus clientes, puesto que estos negocios cerraban sus puertas cuando no podían cumplir con las operaciones concertadas. Adicionalmente, la existencia de *bucket shops* implicaba una directa competencia para los mercados organizados, sean mercados de futuros y opciones o mercados accionarios. Por lo tanto, los mercados de futuros y opciones como el Chicago Board of Trade y el Chicago Mercantile Exchange establecieron prohibiciones a sus miembros para operar con los *bucket shops*<sup>19</sup>.

Con el fin de controlar las crecientes actividades realizadas por especuladores mediante contratos de futuros y opciones sobre granos concertadas en el ámbito de mercados organizados, o bien, en los denominados *bucket shops*, el Congreso de los EE.UU. sancionó la *Futures Trading Act*. En tal sentido, el Congreso, en lugar de prohibir la negociación de contratos de futuro, aceptó que ella sea desarrollada exclusivamente dentro de mercados organizados previamente autorizados por la Secretaría de Agricultura, con la finalidad de contar con ámbitos de negociación que permitieran

<sup>19</sup> La regla 432 del Chicago Mercantile Exchange y del Chicago Board of Trade establece que "It shall be an offense: A. to have an interest in, operate or knowingly act on behalf of a bucket-shop, or knowingly make any transaction with a bucket-shop".

controlar las operaciones de futuros realizadas sobre granos. El enfoque propuesto por el Congreso consistió en crear un impuesto a los contratos de futuros que no estuvieran eximidos de la *Futures Trading Act*. En tal sentido, el art. 4º de la *Futures Trading Act* establecía que los contratos de futuros que fueran negociados por o a través de miembros de mercados organizados designados por la Secretaría de Agricultura como un mercado autorizado<sup>20</sup> quedaban exentos de la aplicación del impuesto. Adicionalmente, las operaciones de compra y venta de granos en el mercado *spot* concertadas por los agricultores quedaban exentas del impuesto creado por la *Futures Trading Act*.

A pocos meses de haber sido aprobado por el Congreso de los EE.UU., la *Futures Trading Act* fue declarado inconstitucional<sup>21</sup> por la Corte Suprema de aquel país, por lo cual aquél debió sancionar una nueva ley que rigiera las operaciones de futuros sobre granos, que fue denominada *Grain Futures Act*. Dicha ley mantuvo la redacción del art. 4º de la *Futures Trading Act*, pero incorporó una mención respecto a que los contratos de futuros debían ser negociados de acuerdo a las reglas de cualquier mercado organizado<sup>22</sup>. En 1936, la *Grain Futures Act* fue reemplazada por la *Commodity Exchange Act* sancionada por el Congreso norteamericano, mediante la cual se mantuvo la obligación de negociar los futuros y opciones sobre *commodities* dentro del ámbito de mercados organizados.

Resulta necesario destacar que la centralización de la creación de contratos de futuros y opciones sobre *commodities* en cabeza de mercados organizados permitió crear un monopolio para los mercados organizados. Por lo tanto, ellos establecían los términos y condiciones, así como también los requisitos de negociación, que los miembros del mercado organizado debían cumplir para estar en condiciones de negociar los nuevos contratos derivados. En 1974, el Congreso estadounidense aprobó la creación de la CFTC, cuyo rol consiste en ejercer la autoridad regulatoria, supervisar los mercados de futuros y opciones sobre *commodities* de los EE.UU. y fiscalizar las potestades relativas a la creación de nuevos contratos derivados por parte de mercados organizados y fijando las pautas para que sean aprobados por dicha agencia federal.

Una persona jurídica que no hubiera sido designada por la CFTC como un mercado organizado para la negociación de futuros y opciones no podía crear contratos de futuros y opciones. Sin embargo, el monopolio ejercido por los mercados organizados en la creación de contratos de futuros y opciones fue eliminado por la *Commodity Futures*

<sup>20</sup> "Section 4 of the Futures Trading Act exempted from the tax the offer and sale of contracts for future delivery: a) where the seller is at the time of making of such contract the owner of the actual physical property covered thereby, or is the grower thereof, or in case either party to the contract is the owner or renter of land on which the same is to be grown, or is an association of such owner, or growers of grain, or of such owners or renters of land; or b) where such contracts are made by or through a member of a board of trade which has been designated by the Secretary of Agriculture as a 'contract market'..."

<sup>21</sup> "Hill v. Wallace", 259 US 44 (1922).

<sup>22</sup> La referencia a mercados organizados es equivalente al concepto *board of trade* establecido en la *Commodity Exchange Act* (CEA). La CEA define al *board of trade* en la sección 1a) como "any organized exchange or other trading facility". 7 USC 1ª, CCH Rep 1002.

*Modernization Act*, al reconocerse la creación de futuros y otros contratos derivados por parte de mercados *over-the-counter* <sup>23</sup>.

## 2. El monopolio de los mercados de futuros y opciones en la regulación de la Argentina

A partir del dec. 2284/1991 de Desregulación del Comercio Interior de Bienes y Servicios, las actividades desarrolladas en los mercados a término <sup>24</sup> y en los mercados de futuros y opciones son controlados por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Es decir que ésta posee competencia para autorizar el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones y establecer las regulaciones relacionadas con la oferta de contratos de futuros y opciones <sup>25</sup>.

En ejercicio de las facultades conferidas por el dec. 2284/1991, la CNV ha fijado las funciones propias de los mercados de futuros y opciones. De tal modo, el art. 2° del cap. XXIV de las Normas de la CNV, en referencia a los mercados de futuros y opciones, dispone que "tendrán como objeto principal la negociación y registro en su ámbito de futuros y opciones".

Un análisis en conjunto del art. 83 y del art. 2° del cap. XXIV de dichas Normas nos permite concluir que el sistema adoptado por la regulación argentina sigue el esquema de monopolio instaurado en los EE.UU. con la sanción de la *Futures Trading Act*. Cabe mencionar que la autoridad de control y fiscalización de los mercados de futuros y opciones, al circunscribir el objeto social de estos mercados a la negociación y registro de contratos de futuros y opciones, establece el principio general de que sólo los

<sup>23</sup> Con respecto a los cambios introducidos por la *Commodity Futures Modernization Act* con relación a la ruptura del monopolio ejercido por los mercados organizados, McBride Johnson y Lee Hanzen expresan que "In summary, the CFMA abolishes the unitary concept of a designated contract market and the contract market monopoly that formerly existed. Instead the CFMA recognizes five types of exchanges for the trading of futures and commodity options contracts. Variations in the contracts traded, the market participants, and the type of market define the scope of permissible trading in the various futures, options, and derivatives markets recognized by the Act. The types of exchanges for trading commodities products are as follows: 1. Contract markets; 2. Derivatives transaction execution facilities; 3. Exempt board of trade; 4. Excluded electronic trading facilities; and 5. Electronic trading facilities for exempt commodities"; MCBRIDE JOHNSON, Philipp - LEE HANZEN, Thomas, *Derivatives Regulation. Successor Edition to Commodities Regulation*, vol. 1, 3ª ed., Aspen Publishers, New York, ps. 374 y 375.

<sup>24</sup> El 1/11/1991 —fecha de publicación del dec. 2284/1991— los principales mercados a término que operaban en la República Argentina eran el Mercado de Término de Rosario y el Mercado a Término de Buenos Aires.

<sup>25</sup> El art. 83 del dec. 2284/1991 establece que "El procedimiento descrito en el art. 19 de la ley 17.811 se aplicará únicamente a la oferta pública de títulos valores con respecto a la oferta de contratos a término, futuros u opciones, la Comisión Nacional de Valores tendrá la competencia para autorizar el funcionamiento de los mercados donde se realicen dichos actos jurídicos, los mecanismos mediante los cuales se considerarán autorizadas dichas ofertas así como las operaciones de los intermediarios respectivos, sin perjuicio de las facultades del Banco Central de la República Argentina".

mercados de futuros y opciones se encuentran autorizados a ofrecer contratos de futuros y opciones.

Bajo el esquema de regulación de la CNV, sólo aquellos mercados de futuros y opciones que hubieran obtenido la autorización para funcionar como tal por parte de dicho organismo, se encuentran en condiciones de ofrecer contratos de futuros u opciones al público inversor.

El establecimiento de regulaciones que permitan la constitución de un poder monopólico para los mercados de futuros coadyuva a incrementar su liquidez.

Cabe destacar que previamente al ofrecimiento de un determinado contrato de futuro u opción por parte de un mercado organizado, la CNV debe proceder a autorizar su negociación.

El proceso de aprobación de los contratos de futuros y opciones implica la evaluación por parte de la CNV de aspectos relacionados con la descripción del mercado *spot* o de contado del activo subyacente y los términos y condiciones del contrato.

A diferencia de las regulaciones de la CFTC previas a la sanción de la *Commodity Futures Modernization Act*, las de la CNV no requieren la demostración por parte de los mercados de futuros y opciones de que los contratos de futuros y opciones cumplan con una determinada finalidad económica, ya sea brindando información sobre precios —*price discovery*— o como mecanismo de cobertura de riesgos <sup>26</sup>.

Si bien dicha Comisión no requiere que sea demostrado el cumplimiento de una finalidad económica, el éxito en la negociación de un contrato de futuro depende exclusivamente de que sirva como instrumento de cobertura para los participantes del mercado de futuros que requieren cubrirse frente a determinados riesgos —*hedgers*—. Si no existe interés por el contrato de futuro por parte de los *hedgers*, los especuladores, quienes son los responsables de brindar liquidez a los mercados de futuros, no negociarán el contrato de futuro ofrecido por el mercado.

En caso de que el contrato de futuro no hubiera tenido éxito en su negociación dentro del ámbito del mercado de futuros que obtuvo autorización por parte de la CNV, y no fuera negociado durante un período de un año, o durante los seis meses siguientes a su aprobación, operará la caducidad de la autorización de negociación <sup>27</sup>.

<sup>26</sup> Franklyn Edwards y Cindy Ma señalan que los contratos de futuros deben tener una finalidad económica para que sean aprobados por la CFTC, al mencionar que “the economic purpose test requires that exchanges show that the proposed contract will either serve as a basis for pricing (e.g. price discovery) or be used for hedging purposes (e.g. risk-shifting). Analysis of its price discovery benefits normally stresses the difficulty of obtaining price quotes in the cash market and the poor quality and infrequency of cash price quotations. Analysis of the contract's hedging function centers on demonstrating the existence of commercial interest in the contract, and the existence of a price risk that is difficult to hedge with existing alternatives, but which could be successfully hedged with the proposed contract”; EDWARDS, Franklyn - MA, Cindy, *Futures...*, cit., p. 193.

<sup>27</sup> El art. 55 del cap. XXIV de las Normas de la CNV establece que “Toda autorización de negociación de un futuro y opción determinado quedará sin efecto en los siguientes casos: a) Si el futuro y opción no fuera negociado durante un período de un año calendario. b) Si el futuro y opción no fuera negociado durante los seis meses siguientes a la fecha de autorización. c) Si el futuro y opción hubiese sido autorizado con anterioridad a la sanción de estas Normas y no fuere negociado en los seis meses siguientes a la aprobación de las mismas”.

La descripción del mercado *spot* del activo subyacente consiste en brindar información estadística respecto de los antecedentes de dicho mercado <sup>28</sup>. En cuanto al análisis de los términos y condiciones del contrato propuesto por el mercado respectivo, cabe mencionar que la CNV procede a revisar los mecanismos de entrega del activo subyacente, como, por ejemplo, las fechas <sup>29</sup> y lugar de entrega <sup>30</sup>, el tipo y calidad del producto a ser entregado y las características relacionadas con la determinación del precio del contrato, entre las cuales se encuentran las cotizaciones de precios y las variaciones de precio mínimas o máximas admitidas para cada contrato <sup>31</sup>.

### 3. Criterios básicos y principios generales aplicables a los mercados de futuros y opciones

Los mercados de futuros deben cumplir con criterios básicos para poder ser autorizados a funcionar por parte del organismo regulador. En general, los reguladores de los mercados de futuros y opciones requieren el establecimiento de adecuados mecanismos que impidan la manipulación del mercado por parte de sus participantes, la operación de una plataforma de negociación que cumpla con estándares de eficiencia y que al mismo tiempo resulte un mecanismo efectivo para los miembros del mercado, asegurar una negociación transparente de las operaciones y la integridad financiera del mercado y de las cámaras de compensación, establecer mecanismos de información que permitan divulgar al público inversor las reglas de negociación y los términos y condiciones de los contratos de futuros y opciones, y permitir el acceso al público inversor a toda información relevante para el mercado.

Dentro del proceso de autorización de funcionamiento de mercados de futuros y opciones, los reguladores requieren que sean cumplidos determinados principios generales que se encuentran estrechamente vinculados con los mencionados criterios básicos, entre los cuales podemos mencionar los siguientes:

<sup>28</sup> El ap. i) del art. 50 del cap. XXIV de las Normas de la CNV requiere "la descripción del mercado de contado del producto subyacente del futuro propuesto". Adicionalmente, el ap. k) del art. 50 del cap. XXIV de dichas Normas de la CNV ordena "la presentación de datos estadísticos relevantes de los últimos tres años del mercado de contado del producto subyacente del futuro propuesto, o de su equivalente".

<sup>29</sup> El ap. i) del art. 50 del cap. XXIV de las Normas de la CNV requiere que se indique en el contrato de futuro cuáles son los meses de negociación habilitados a cotizar.

<sup>30</sup> El art. 52 del cap. XXIV dispone que "En el caso de tratarse de futuros con liquidación por entrega del producto subyacente, los mercados deberán establecer un procedimiento de entrega y recibo de dicho producto subyacente objeto del futuro. Dicho sistema será aprobado previamente por la Comisión, y en forma conjunta por la Secretaría cuando se trate de productos del área de la competencia de ésta".

<sup>31</sup> El ap. d) del art. 50 del cap. XXIV de las Normas de la CNV ordena que se indique "la variación máxima admitida respecto del precio de ajuste del día anterior, en su caso".

### *a) Prevención de actividades de manipulación*

Los mercados de futuros y opciones deben ofrecer contratos que no sean fácilmente susceptibles de operaciones de manipulación por parte de los participantes del mercado. Cabe mencionar que los reguladores requieren que aquéllos articulen los mecanismos necesarios para prevenir la manipulación de los precios de los contratos de futuros, contando con órganos de supervisión y monitoreo en tiempo real de las operaciones concertadas <sup>32</sup>.

### *b) Monitoreo de las negociaciones*

Los mercados de futuros y opciones deben monitorear las operaciones concertadas bajo su ámbito de negociación con el fin de impedir la manipulación y la distorsión de los precios de los futuros y las interrupciones en la entrega de los activos subyacentes o en los mecanismos utilizados para la liquidación por diferencias en las operaciones concertadas <sup>33</sup>.

### *c) Establecimiento de procedimientos de emergencia*

Los mercados de futuros y opciones deben poseer facultades suficientes para establecer procedimientos de emergencia que les permitan liquidar las operaciones concertadas, transferir las posiciones abiertas <sup>34</sup>, controlar la negociación y requerir a sus miembros el cumplimiento de márgenes de garantía especiales frente a ciertas situaciones de emergencia con entidad suficiente para afectar la normal negociación de las operaciones de futuros <sup>35</sup>.

<sup>32</sup> El art. 25 del cap. XXIV de las Normas de la CNV dispone que "Cada mercado deberá contar periódicamente con un análisis económico del mercado de contado del producto subyacente para cada futuro que se negocie en su ámbito. Asimismo, en caso de futuros con producto subyacente físico, deberá analizar la disponibilidad del correspondiente producto subyacente y toda información relevante que pueda afectar la negociación de tales futuros y el mercado contado de dicho producto subyacente, con el fin de detectar y evitar posibles manipulaciones del mercado. Estos análisis deberán ser presentados a la Comisión, y si los productos subyacentes se encuentran bajo la jurisdicción de la Secretaría, también a la Secretaría".

<sup>33</sup> El art. 24 del cap. XXIV de las Normas de la CNV establece que "Los mercados presentarán y someterán a la aprobación de la Comisión un sistema de monitoreo de las negociaciones, el cual contemplará entre otros los siguientes aspectos: a) La información detallada en el inc. d) del art. 11, dentro del plazo previsto en el inc. e) del mismo artículo. b) La evolución de los precios de contado correspondientes a cada producto subyacente. c) La evolución de la convergencia entre el precio de los futuros y el precio de contado del producto subyacente".

<sup>34</sup> El art. 57 del cap. XXIV de las Normas de la CNV dispone que "Los mercados y las cámaras podrán ordenar el cierre de posiciones abiertas cuando la gravedad de las circunstancias así lo aconsejen".

<sup>35</sup> El art. 66 del cap. XXIV de las Normas de la CNV prevé que "Los mercados y las cámaras deberán desarrollar procedimientos de emergencia para responder a situaciones de crisis de los mercados, los que deberán prever la inmediata transferencia de posiciones de comitentes o de agentes o el cierre de las mismas, según sea el caso".

*d) Suministrar información al público inversor y a los miembros del mercado*

Los mercados de futuros y opciones deben poner a disposición del público inversor y de sus miembros información específica respecto de los términos y condiciones de los contratos de futuros autorizados a negociación, los procedimientos para concertar y liquidar las operaciones de futuros y de opciones <sup>36</sup> y el volumen de negociación por contrato autorizado <sup>37</sup>.

*e) Divulgación de información diaria sobre negociación de futuros y opciones*

Los mercados de futuros y opciones deben cumplir con la obligación de publicar información diaria sobre los contratos de futuros negociados con respecto a precios, volumen, interés abierto y rangos de precios para la apertura y cierre de la rueda de negociación correspondiente al día informado <sup>38</sup>.

*f) Información sobre las operaciones concertadas en los mercados de futuros y opciones*

Los mercados de futuros y opciones deben contar con mecanismos que permitan la registración de las operaciones concertadas en su ámbito de negociación. Asimismo, deberán incluir pautas para el almacenamiento de la información sobre dichas operaciones <sup>39</sup>.

<sup>36</sup> El ap. b) del art. 25 del cap. XXIV de las Normas de la CNV dispone que "los mercados establecerán normas que aseguren la normal negociación de futuros y opciones contemplando los siguientes aspectos: b) El mecanismo habilitado para negociar futuros y opciones".

<sup>37</sup> El art. 20 del cap. XXIV de las Normas de la CNV establece que "Los mercados deberán informar mensualmente, dentro de los cinco días posteriores, el volumen registrado en futuros y opciones, por cada tipo de futuro y opción, y por cada uno de los agentes, discriminando los correspondientes a cartera propia y para terceros".

<sup>38</sup> El art. 17 del cap. XXIV de las Normas de la CNV ordena que "Los mercados difundirán por los medios masivos de comunicación diariamente informes separados para cada tipo de futuro y opción, por cada mes de vencimiento que se negocie, conteniendo como mínimo los siguientes datos: precios de apertura, máximo, mínimo, de cierre y de ajuste, y volumen e interés abierto, en números de contratos".

<sup>39</sup> El ap. c) del art. 11 del cap. XXIV de las Normas de la CNV manda que "Los mercados establecerán normas que aseguren la normal negociación de futuros y opciones contemplando los siguientes aspectos: c) el registro dentro de los cinco minutos del voceo o la negociación de los precios ofrecidos por cada futuro y opción". Asimismo, el art. 18 del cap. XXIV de las Normas de la CNV dispone que "Los mercados deberán confeccionar el registro de la secuencia de los precios voceados en el curso de las negociaciones (el *Tick history*), sean éstos o no de negociaciones concertadas. Estos datos deberán estar disponibles para quien los solicite".

### *g) Integridad financiera*

Resulta necesaria la adopción e implementación de reglas que permitan contar con una adecuada integridad financiera para los contratos negociados en los mercados de futuros y opciones <sup>40</sup>, así como también fijar mecanismos que permitan asegurar la solvencia financiera de los miembros de dichos mercados <sup>41</sup>. Adicionalmente, los mercados de futuros y opciones deben establecer regulaciones destinadas a asegurar la protección de los comitentes y suministrarles información sobre los riesgos de incumplimiento por parte de los miembros del mercado de futuros <sup>42</sup>.

### *h) Protección de comitentes frente a prácticas abusivas de los miembros del mercado de futuros y opciones*

Los mercados de futuros y opciones deben establecer regulaciones que permitan proteger a los comitentes de prácticas abusivas por parte de los miembros de dichos mercados, sean éstos agentes intermediarios o miembros compensadores.

### *i) Constitución de un sistema de resolución de controversias*

Los mercados de futuros y opciones deberán contar con regulaciones destinadas a brindar procedimientos de resolución de controversias entre los miembros y los participantes del mercado.

<sup>40</sup> La CNV establece requisitos patrimoniales mínimos para la constitución de mercados de futuros y cámaras de compensación, que permitan asegurar la integridad financiera de dichas entidades. Por ej., los arts. 9º y 38 del del cap. XXIV de las Normas de la CNV requieren para los mercados de futuros y las cámaras de compensación un patrimonio neto mínimo de \$ 500.000 y \$ 300.000, respectivamente. En el caso de que el mercado de futuros tuviera una cámara de compensación adherida, la CNV requiere un patrimonio neto no inferior a los \$ 200.000.

<sup>41</sup> Bajo el art. 40 del cap. XXIV de las Normas de la CNV se dispone que las cámaras de compensación deben establecer requisitos financieros mínimos para sus miembros compensadores. Asimismo, en el ap. d) del art. 67 del cap. XXIV de las Normas se ordena que "Cada mercado y cámara deberá publicar periódicamente información actualizada respecto de sus mecanismos de protección incluyendo: una lista de sus fuentes de respaldo financiero, el origen de los recursos, las formas de pago y los límites de giro de cada fuente".

<sup>42</sup> El art. 32 del cap. XXIV de las Normas de la CNV manda que "Los mercados exigirán a sus agentes establecer claramente por escrito en sus convenios de apertura de cuentas los derechos y obligaciones de los agentes y de los comitentes. Tales convenios contemplarán, entre otros, los siguientes aspectos: a) El derecho del agente a cerrar la cuenta del comitente y a liquidar las posiciones abiertas, y los periodos de notificación requeridos para tomar estas acciones. b) El derecho del agente y del miembro compensador a recaudar márgenes en exceso de los requeridos por la cámara. c) El derecho del comitente a retirar los saldos a favor en sus cuentas y en exceso de los requeridos por el agente. d) La gestión de márgenes a favor del comitente. e) Los riesgos de mercado inherentes a la negociación de futuros y opciones. f) La explicación del riesgo del comitente ante el incumplimiento de la cámara. g) La explicación del riesgo del comitente ante el incumplimiento del miembro compensador. h) La explicación del riesgo del comitente ante el incumplimiento de las entidades depositarias de márgenes elegidas por el agente o el miembro compensador".

*j) Restricciones para miembros del órgano de administración y fiscalización y gerentes de los mercados de futuros y opciones*

Los mercados de futuros y opciones tienen que contar con regulaciones que fijen las restricciones para la designación de miembros del órgano de administración y fiscalización y gerentes de dichos mercados <sup>43</sup>.

*k) Registro de las operaciones*

Los mercados de futuros y opciones se encuentran obligados a mantener registros de todas las operaciones concertadas en su ámbito de negociación, de forma tal de cumplir con las regulaciones impuestas por la autoridad regulatoria <sup>44</sup>.

*l) Poder disciplinario*

El mercado de futuros y opciones debe tener facultades suficientes para ejercer su poder disciplinario sobre los miembros y los participantes del mercado <sup>45</sup>.

## V. FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES

### 1. Descripción de la cámara de compensación y sus funciones principales

La cámara de compensación es una institución privada vinculada al mercado de futuros y opciones, cuyo objetivo es asegurar que las operaciones pactadas entre los distintos intermediarios sean cumplidas en las condiciones estipuladas, eliminando

<sup>43</sup> El art. 8º del cap. XXIV de las Normas de la CNV enuncia las restricciones para ser elegido miembro del órgano de administración, órganos de fiscalización o gerente de un mercado de futuros: "a) Quienes no pueden ejercer el comercio. b) Los fallidos por quiebra culpable o fraudulenta hasta diez años después de la rehabilitación. c) Los fallidos por quiebra causal y los concursados hasta cinco años después de su rehabilitación. d) Los condenados por delito cometido con ánimo de lucro, o por delito contra la fe pública, hasta transcurridos diez años luego de haber cumplido la condena. e) Los procesados y las personas sobreseídas provisionalmente por un delito doloso. f) Los funcionarios y empleados rentados de la Nación, las provincias y municipalidades, que en su condición de tal desempeñan actividades que no sean de naturaleza bancaria y/o financiera, la docencia o la integración de comisiones de estudio. g) Los agentes a quienes se les haya cancelado la inscripción hasta pasados cinco años de la misma".

<sup>44</sup> El art. 15 del cap. XXIV de las Normas de la Comisión Nacional de Valores establece que "Los mercados llevarán un registro computarizado que asegure la inalterabilidad de la información de las negociaciones concertadas, del cual deberá llevarse copia en libros rubricados, de acuerdo a las previsiones del art. 61 de la ley 19.550. Este registro deberá contener los datos en detalle de cada una de las negociaciones, incluyendo como mínimo los enunciados en el inc. d) del art. 11 del presente capítulo. Este registro se guardará por el plazo de cinco años, debiendo estar disponible para su consulta durante los dos primeros años de dicho período".

<sup>45</sup> El art. 21 del cap. XXIV de las Normas de la CNV dispone que "Los mercados contarán con un procedimiento para el ejercicio del poder disciplinario respecto de los agentes y demás intervinientes en la negociación que contemple adecuadamente los principios de debido proceso y seguridad jurídica, como así también que conlleve a la transparencia en los mercados y asegure la protección del público inversor. Dicho procedimiento deberá ser aprobado por la Comisión".

de esa manera el riesgo de la contraparte<sup>46</sup>. De este modo, las operaciones concertadas en un mercado organizado o institucionalizado reciben la garantía de cumplimiento de su cámara de compensación.

La operatoria de los mercados de futuros y opciones requiere la actuación de una cámara de compensación que cumpla con el rol de intermediario en los contratos de futuros y de opciones concertados en esos mercados autorregulados. En general, cada mercado de futuros y opciones controla la cámara de compensación que cumple la función de liquidación de todos los contratos de futuros y de opciones negociados por sus miembros. De tal modo, el principal accionista mayoritario de la cámara de compensación suele ser propietario del mercado de futuros y opciones. En estos casos, las actividades desarrolladas por dicha cámara quedan limitadas exclusivamente a la registración de las posiciones abiertas asumidas y a la liquidación de las operaciones concertadas por los participantes del mercado de futuros y opciones.

Las regulaciones de los países con mercados de futuros y opciones desarrollados permiten la constitución de cámaras de compensación independientes; es decir, no vinculadas a un determinado mercado autorregulado, cuya función reside en brindar servicios de compensación y liquidación de contratos de futuros y de opciones a diferentes mercados<sup>47</sup>.

La primera función desarrollada por la cámara de compensación consiste en reconciliar todos los contratos de futuros y opciones concertados por los miembros de un mercado durante la rueda de negociación. Para realizar la reconciliación diaria de los contratos de futuros y opciones, los miembros compensadores deben entregar a la cámara de compensación información respecto de todas las operaciones concertadas. A medida que ella recibe los reportes de los miembros compensadores, procede a relacionar entre sí las operaciones, con el fin de lograr la vinculación entre cada una de las posiciones compradoras y vendedoras. Ante la existencia de discrepancias entre la información provista por los miembros compensadores, la cámara de compensación procede a informar a los miembros involucrados a los efectos de que puedan reconciliar las operaciones<sup>48</sup>. Adicionalmente, requiere que cada operación concertada sea confirmada por las partes compradora y vendedora. Una vez que recibe la confirmación de los miembros, entonces la cámara de compensación procede a aceptar cada una de las transacciones y a sustituir a sus partes en cada una de las operaciones concertadas.

<sup>46</sup> "The exchange clearing house is adjunct of the exchange and acts as an intermediary or middleman in futures transactions. It guarantees the performance of the parties to each transaction"; HULL, John C., p. 23.

<sup>47</sup> La *Commodity Futures Modernization Act* permite la creación de organizaciones de clearing de derivados (*derivatives clearing organizations*) como entidades reguladas separadas de los mercados de futuros, conforme Section 5b, 7 USC 7b, CCH Rep. 1213-1220.

<sup>48</sup> El art. 43 del cap. XXIV de las Normas de la CNV establece que "Al final de cada día de negociación, las cámaras informarán a sus miembros compensadores las negociaciones registradas en sus cuentas, detallando las que han sido aceptadas y las que han sido rechazadas. Cada miembro compensador deberá resolver las discrepancias en sus negociaciones para someterlas nuevamente a liquidación previa al comienzo de la rueda del día siguiente. Las operaciones rechazadas serán informadas diariamente al mercado y a la Comisión".

Cabe mencionar que la liquidación de la mayoría de los contratos de futuros y de opciones se realiza mediante el proceso de compensación<sup>49</sup>. La operación de compensación supone la concertación de un contrato de futuros en el cual el participante del mercado asume una posición compradora, y en una fecha futura asume una posición vendedora en un contrato de futuros, o viceversa. Mediante la asunción de dos posiciones opuestas por parte de un mismo miembro del mercado, en dos contratos de futuros con idénticas condiciones contractuales (por ej., activo subyacente, fecha de vencimiento), se permite la liquidación de los contratos de futuros mediante la operación de compensación. Por ejemplo, un miembro del mercado celebra un contrato de futuro sobre trigo comprometiéndose a entregar dicho activo subyacente en julio de 2009, luego celebra un segundo contrato de futuros con entrega en julio de 2009, comprometiéndose a vender trigo, por lo que dicho miembro asume dos posiciones opuestas. En lugar de esperar al vencimiento de los dos contratos de futuros, el miembro del mercado procederá a compensar las operaciones, extinguiéndose las obligaciones de entrega y pago del precio del activo subyacente. Con respecto a los contratos de futuros sobre activos financieros que únicamente permiten la liquidación por diferencias (por ej., contratos de futuros sobre índices bursátiles), también pueden ser liquidados mediante la operación de compensación.

Una vez producida la reconciliación diaria, la cámara de compensación procede a determinar las sumas debidas por cada uno de los miembros producto de las fluctuaciones de los precios diarios de los activos subyacentes operados en un día de negociación. La cámara de compensación registra para cada uno de sus miembros si su posición abierta registra una pérdida o ganancia neta. Una vez determinada la suma total de la pérdida neta, ella recauda los fondos de los miembros que registraron pérdidas, para poder transferir la suma debida a aquellos que registraron ganancias. En general, la recaudación de los fondos proviene de la venta de los activos financieros líquidos (por ej., títulos de deuda públicos, acciones, títulos de deuda corporativos, etc.), que cada uno de los miembros del mercado mantiene como márgenes de garantía.

Conforme lo explicado, la cámara de compensación tiene la función de garantizar el cumplimiento de las prestaciones comprometidas por los miembros de un mercado de futuros y opciones, que hubieran sido previamente confirmadas y aceptadas por ella<sup>50</sup>. Es decir que ante el acaecimiento de un incumplimiento por parte de un miembro del mercado de futuros y opciones respecto de sus obligaciones comprometidas, genera la intervención de la cámara de compensación, la cual garantiza el cumplimiento de los contratos de futuros y de opciones. Con el propósito de protegerse frente al riesgo de eventuales incumplimientos por parte de los miembros del mercado de futuros y opciones, la cámara de compensación requiere la constitución de márgenes de garantía, y adicionalmente se constituye una reserva que puede ser utilizada en caso de que los montos adeudados sean superiores al producido de la venta de los activos financieros provenientes de los márgenes de garantía.

<sup>49</sup> Señalan McBride Johnson y Lee Hazen que aproximadamente el 95% de todos los contratos de futuros son extinguidos mediante una operación denominada compensación; MCBRIDE JOHNSON, Philipp - LEE HANZEN, Thomas, *Derivatives Regulation...*, cit., p. 28.

<sup>50</sup> El art. 34 del cap. XXIV de las Normas de la CNV dispone que "Cada cámara garantizará a sus miembros compensadores el cumplimiento de las obligaciones emergentes de las negociaciones por ésta aceptadas".

En los supuestos de volatilidad del mercado, la cámara de compensación requiere de sus participantes la reposición intradiaria de los márgenes de garantía iniciales y los márgenes de mantenimiento constituidos por los participantes. La variación en dichos márgenes es calculada con anterioridad a la apertura del mercado de futuros y opciones y en función de los movimientos operados el día de negociación anterior. Esta práctica es de suma importancia para el proceso de determinación de los precios de los contratos de futuros y opciones. En el caso de que las fluctuaciones de los precios sean ilimitadas, la cámara de compensación deberá también requerir a sus miembros márgenes de variación ilimitados, y consecuentemente esta medida tendría un efecto potenciador de los incumplimientos por parte de intermediarios del mercado de futuros. Con la finalidad de evitar incumplimientos y contribuir a la recaudación de los márgenes, los mercados de futuros y opciones establecen variaciones máximas permitidas para cada contrato. La envergadura de las variaciones máximas se encuentra directamente relacionada con el tamaño de los márgenes iniciales requeridos para nuevas posiciones abiertas.

A diferencia de lo que sucede con los participantes del mercado, la cámara de compensación no requiere de sus miembros compensadores la constitución de márgenes de mantenimiento. Las cámaras de compensación constituyen fondos de garantía separados de su patrimonio, que son utilizados en los supuestos de incumplimientos de los contratos de futuros y de opciones por parte de sus participantes y miembros compensadores. Es práctica usual que las cámaras de compensación contraten un seguro para cubrir el incumplimiento de las prestaciones debidas bajo los contratos de futuros y de opciones cuando la mayoría de los recursos propios de dichas cámaras ha sido previamente utilizado.

A continuación graficamos la estructura de garantías constituidas por una cámara de compensación

Margen inicial

Margen de mantenimiento

Fondo de garantía

Seguro de incumplimiento

Es dable destacar que la obligación de garantizar los contratos de futuros por parte de las cámaras de compensación comprende únicamente el pago de los fondos equivalentes al incumplimiento del miembro del mercado de futuros. Así, en los contratos de futuros con liquidación física del activo subyacente, la cámara de compensación sólo asume una obligación de compensar al respectivo miembro por la pérdida económica generada por el incumplimiento. En definitiva, la cámara de compensación asume el rol de garante final de los contratos de futuros concertados bajo un determinado mercado de futuros.

Con la adopción de mecanismos preventivos que permitan: i) el monitoreo de las exposiciones asumidas por los miembros de los mercados de futuros y opciones y de los miembros compensadores integrantes de las cámaras de compensación, ii) la estructuración de un sistema de márgenes de garantías y iii) la exigencia de requeri-

mientos de capitales mínimos a los miembros del mercado y el uso de reglas contables basadas en el *mark-to market* se ha logrado eliminar en forma significativa el riesgo de crédito en operaciones concertadas en mercados de futuros y opciones.

La función de garantía resulta fundamental para la integridad financiera de los mercados de futuros y opciones. El incumplimiento generalizado de las obligaciones por parte de una cámara de compensación que opera en alguno de los principales mercados de futuros y opciones podría tener un efecto adverso en el sistema financiero mundial.

## 2. El funcionamiento del sistema de márgenes en los mercados de futuros y opciones

La contingencia de la contraparte constituye un riesgo que asumen los agentes del mercado y se relaciona con la posibilidad de que la contraparte de nuestra operación no cumpla con lo acordado (condiciones de entrega, volumen, calidad, etc.). Al no involucrar la transferencia de mercadería o dinero en el momento en que se concreta la operación, el *leverage* (apalancamiento) derivado de los futuros y de las opciones es muy elevado. Por lo tanto, el riesgo de incumplimiento también es alto en este tipo de operaciones.

Uno de los roles que cumple la cámara de compensación es obligar a los distintos agentes a mantener depositado en cuenta un monto de dinero equivalente al riesgo asumido en las operaciones realizadas. Cada vez que se celebra un contrato de futuros o un contrato de opción, el agente le solicita a su cliente el depósito de un margen inicial en una cuenta de márgenes que debe ser abierta a tales efectos. El total de margen a depositar depende de la cantidad de contratos, y el monto por contrato lo determina la cámara de compensación.

Cabe destacar que el mecanismo utilizado en los mercados de futuros y opciones para determinar la integración de los márgenes se denomina *marking to market*. Este consiste en un sistema de ajuste al mercado, por el cual los márgenes son adecuados diariamente sobre la base de las variaciones de las posiciones asumidas por las partes.

Asimismo, los agentes también deben depositar diariamente las diferencias, para lo cual la cámara de compensación requiere la constitución de márgenes de mantenimiento. La obligación de cumplir con el margen de mantenimiento se materializa mediante el depósito de la diferencia entre el precio al cual se concertó la transacción y el precio diario de cierre del mercado, denominado precio de ajuste<sup>51</sup>. El mecanismo más simple para el cómputo de las diferencias es aquel en el cual el agente deposite diariamente las pérdidas que va teniendo en cada posición, o bien que se acrediten las ganancias.

En general, los agentes compensadores cumplen con la constitución de los márgenes iniciales y de mantenimiento mediante la transferencia de efectivo y valores negociables que son mantenidos como garantía de los contratos de futuros<sup>52</sup>.

<sup>51</sup> El ajuste es el cierre diario de cada una de las posiciones para cada activo subyacente.

<sup>52</sup> La cámara de compensación del Chicago Mercantile Exchange permite que sus agentes compensadores puedan cumplir con los márgenes de garantía mediante el depósito de dólares

La cámara de compensación exige a los operadores tener depositado en cuenta un monto mínimo equivalente a la variación máxima permitida en el precio, es decir, al margen inicial (por contrato). Ello se debe a que el mercado siempre debe tener a su disposición una cantidad mínima equivalente a la que puede llegar a perder un operador en una rueda, dado que si algún día un agente sufre esas pérdidas y no deposita en cuenta esas diferencias, el mercado tiene que asumir la ganancia de la contraparte. De esta manera, el mercado de futuros elimina el riesgo de la contraparte y asegura el cumplimiento de las operaciones que se pactan en él.

### 3. El impacto de los mercados de futuros en la economía real

Los contratos derivados cumplen una función primordial en el actual sistema financiero, consistente en lograr que sus diferentes participantes cuenten con instrumentos que permitan una adecuada gestión del riesgo. Desde sus orígenes, los mercados de futuros han padecido el estigma de ser considerados ámbitos de negociación de operaciones especulativas, en donde operadores inescrupulosos generan ganancias producto de la asunción de posiciones compradoras o vendedores mediante la entrega de una pequeña suma de dinero en concepto de margen inicial<sup>53</sup>.

estadounidenses u otras monedas seleccionadas, bonos emitidos por el Tesoro de los EE.UU., cartas de crédito, acciones seleccionadas del Índice Standard & Poor's 500, bonos soberanos, valores negociables garantizados con hipotecas y fondos comunes de dinero.

<sup>53</sup> Una reacción a la excesiva especulación en los mercados de futuros de los EE.UU. ha sido el proyecto de ley denominado *Commodity Speculation Reform Act*, presentado por senadores demócratas en el Congreso de dicho país, para otorgar facultades a la CFTC para atacar la participación de los especuladores en los mercados de futuros, con el propósito de reducir el incremento de los precios del petróleo y otros *commodities*. En el mensaje de elevación de dicho proyecto de ley al Senado de los EE.UU., el senador Joe Lieberman expuso los fundamentos, haciendo mención de la necesidad de devolver a los mercados de *commodities* su función de brindar a los productores y consumidores de esos productos la posibilidad de celebrar contratos de futuros que permitan la cobertura contra los riesgos provenientes de fluctuaciones de precios que sean propios de sus respectivas industrias. Adicionalmente, el senador Joe Lieberman mencionó que el objetivo de la *Commodity Speculation Reform Act* consiste en cerrar en forma efectiva la puerta a la especulación excesiva. En primer lugar, se requiere que la CFTC considere el efecto total de la especulación cuando establece los límites de posición que restringen los montos que un inversor puede invertir en un *commodity*. En segundo lugar, extiende las reglas existentes aplicables en la actualidad a las bolsas y mercados organizados a la negociación OTC de *commodities* y a mercados extranjeros. En tal sentido, el senador Lieberman argumenta que en los últimos diez años la negociación extrabursátil de *commodities* aumentó en forma significativa, y que los vehículos de inversión extrabursátiles son sustitutos económicos de los contratos de futuros, y por lo tanto, no existe razón lógica para que a los instrumentos derivados negociados en mercados OTC no les sean aplicables las leyes y regulaciones de los contratos de futuros. En nuestra opinión, parecería ser que la participación de inversores institucionales, como fondos de pensión, fondos comunes de inversión, *hedge funds*, ha elevado la presencia de especuladores, cambiando la estructura de los mercados de futuros de los EE.UU. Según testimonios brindados ante el Comité sobre Seguridad y Relaciones Gubernamentales del Senado de EE.UU., la excesiva especulación ha sido un elemento sustancial para el incremento del precio del petróleo.

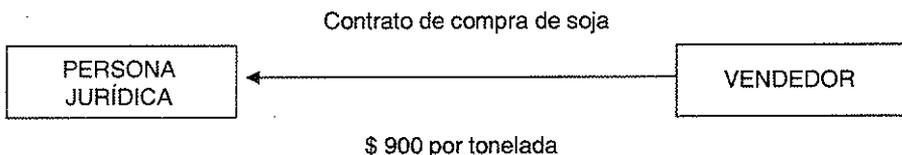
Como veremos más adelante, los especuladores juegan un rol fundamental en el desarrollo de las negociaciones concertadas en los mercados de futuros. Sin su participación, estos mercados carecerían de liquidez y profundidad, dificultando la implementación de estrategias de cobertura por parte de sus miembros.

A pesar de las opiniones negativas destinadas a resaltar el excesivo rol especulativo de ciertos participantes, cuyo impacto indirecto se traduciría en un aumento de los precios de los *commodities*, como el petróleo, los productos agrícolas y los metales, los mercados de futuros desarrollan una crucial función en la economía real al permitir que los productores y consumidores de dichos productos puedan contar con herramientas útiles para protegerse de las oscilaciones de los precios de los activos físicos o financieros, y de tal forma poder tener una cierta predicción del rumbo de sus negocios. En suma, los mercados cumplen con un rol social al contribuir a la gestión del riesgo a través de la cobertura de riesgos —*hedging*— y a la determinación de los precios —*price discovery*—.

La función de cobertura de riesgos —*hedging*— en los mercados de futuros permite que un determinado participante celebre un contrato de futuros respecto de un *commodity* o activo financiero por medio del cual asuma una obligación de compra o venta que sea opuesta a la obligación de compra o venta previamente asumida en una operación comercial. Es decir que si una persona jurídica ha celebrado un contrato de compra de 100 toneladas de soja a \$ 900 cada una, se encontrará con una exposición producto de su tenencia que podría ser afectada por la reducción de su valor en los mercados físicos. Con el objetivo de eliminar el riesgo del precio producto de la operación comercial, la persona jurídica celebra un contrato de futuros bajo el cual se encuentra obligado a vender la misma cantidad de soja a igual precio por tonelada que se comprometió a comprar. En consecuencia, la persona jurídica habrá asumido dos posiciones diametralmente opuestas, permitiendo que la declinación del precio de la soja bajo el contrato de futuros le reporte una ganancia, que será compensada con la pérdida sufrida en el contrato de compra, producto de la baja del precio de la soja.

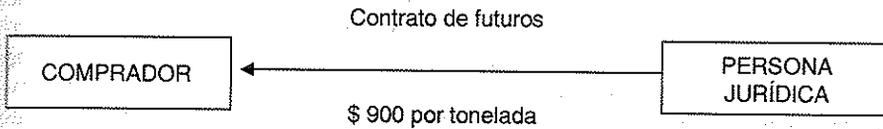
La compensación de pérdidas provenientes de la baja de los precios de *commodities* asumida por un agente con exposición a esos productos con las ganancias generadas en contratos de futuros de venta de *commodities*, sólo es posible por la existencia de una correlación de los precios existentes en los mercados *spots* y los de futuros. Por ende, los precios de los contratos de futuros responden a las oscilaciones de los precios operados en los mercados físicos de *commodities*.

A continuación graficamos la operación de cobertura:

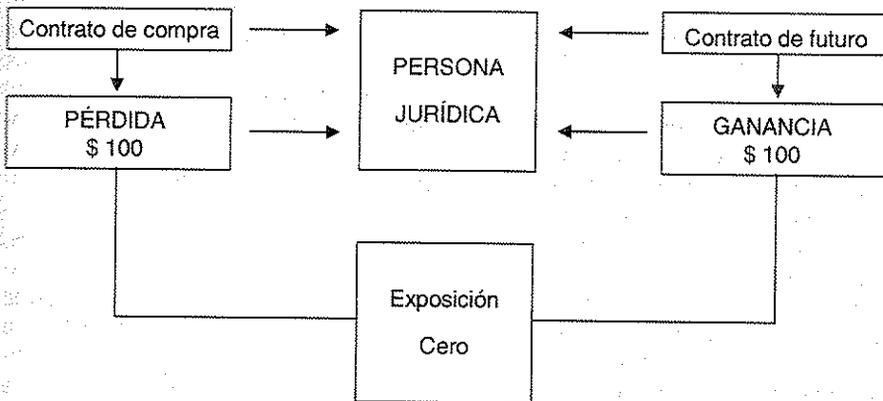


Sin embargo, creemos que aquella no puede ser considerada un elemento causal para el elevado incremento de los precios de ciertos *commodities*, como el petróleo y productos agrícolas, sino, por el contrario, que múltiples causas han contribuido a la tendencia alcista de los precios en los mercados de futuros de *commodities*.

Una baja de \$ 100 en los precios spot de la soja producirá una pérdida para la persona jurídica.



Una baja de los precios de la soja equivalentes a \$ 100 en los mercados de futuros generará una ganancia para la persona jurídica.



Supongamos que la misma persona jurídica celebra un contrato de futuro de soja por medio del cual se compromete a vender una cierta cantidad, pero que al momento de su concertación no posee ese *commodity*. Es decir que si entre la fecha de concertación del contrato de venta y la de entrega de la soja se produce un incremento de su precio en los mercados físicos, la persona jurídica deberá soportar una pérdida, ya que tendrá que comprar en el mercado físico la cantidad de soja que se comprometió a entregar bajo el contrato de venta. Sin embargo, la persona jurídica puede realizar una operación de cobertura mediante la celebración de un contrato de futuro donde se comprometa a comprar la misma cantidad de soja, recibiendo una ganancia producto del aumento de los precios de la soja en los mercados de futuros. Por consiguiente, la pérdida generada en el contrato de venta de soja con entrega diferida será compensada por la ganancia en el contrato de futuros<sup>54</sup>.

<sup>54</sup> En general, la estructuración de una operación de cobertura perfecta resulta de difícil concreción debido a que es común la existencia de leves fluctuaciones entre los precios de los mercados de futuros y los de los mercados físicos.

Si bien la estructuración de una operación de cobertura tiene la ventaja de despejar el riesgo de pérdida debido a la exposición sobre activos físicos o financieros, resulta importante mencionar que tiene la desventaja de afectar la potencial oportunidad de ganancias, ya que impone que toda operación de cobertura implica la fijación de un techo a las ganancias. En tal sentido, la doctrina extranjera ha señalado, con razón, que las estrategias de cobertura implementadas mediante la concertación de contratos de futuros afectan las ganancias de las compañías<sup>55</sup>. Existen otros contratos derivados, como las opciones, que permiten realizar una cobertura igual que aquella implementada con contratos de futuros, pero sin eliminar la posibilidad de obtener ganancias.

#### 4. Participantes de los mercados de futuros y opciones

Como consecuencia de la implementación de mecanismos innovadores en la reducción del riesgo de crédito, intermediarios que se encontraban imposibilitados de participar de los mercados de *forwards* debido a una falta de calificaciones crediticias de las contrapartes que usualmente celebraban *forwards* en esos mercados, comenzaron a volcarse gradualmente a la negociación de contratos de futuros, contribuyendo a incrementar la liquidez y profundidad de los mercados de futuros. De tal forma, los intermediarios que iniciaron un proceso de participación más activo en los mercados de futuros asumieron posiciones de cobertura, especulación o arbitraje.

Como describimos más arriba, los contratos de futuros poseen varias finalidades, las que dependen de quiénes son las partes que negocian estos contratos. Así, existen tanto personas físicas como jurídicas que desean especular sobre los niveles de precios futuros de un producto determinado que es negociado en un contrato de esta naturaleza. Otros individuos compran o venden futuros teniendo en cuenta otro motivo: para eliminar los riesgos expuestos debido a los cambios constantes del precio de un producto específico. Con lo cual las finalidades perseguidas por las partes pueden ir desde la mera especulación a la reducción o eliminación del riesgo relacionado con el precio del producto negociado.

Los especuladores compran y venden contratos de futuros con la finalidad de lograr ganancias o beneficios económicos relacionados con los cambios de precios de un producto determinado. Por ejemplo, un especulador que cree que el precio del trigo será mayor en el futuro, comprará trigo ahora, donde el precio se encuentra bajo, y venderá cuando el precio haya aumentado.

De esta manera, la compra o venta de futuros para los especuladores es un camino fácil para realizar apuestas relacionadas con los futuros precios de un producto. Estos operadores son los que brindan liquidez al mercado y facilitan la concreción de operaciones.

Desde otro punto de vista, existen individuos que se protegen de los cambios de los precios de un producto en el cual tienen interés. Ellos asumen una posición en el

<sup>55</sup> Phillip R. Wood ha señalado que la contraparte que celebra una operación de cobertura no sólo se protege frente a una pérdida, sino que también pierde la posibilidad de realizar una ganancia. "The effect is to guarantee or hedge the price. The hedging party protects itself against a loss but also loses the chance to make a profit"; WOOD, Phillip R., p. 201.

futuro con el objetivo de reducir el riesgo de la variación de los precios. Esta actividad se denomina "cobertura" (*hedging*), y consiste en el control o gestión del riesgo ligado a la fluctuación del precio de un producto determinado.

Los operadores que participan en un mercado de futuros pueden ser divididos en dos grupos. En el primero nos encontramos con los *hedger*, que son aquellos que acuden al mercado intentando eliminar el riesgo precio derivado de sus actividades habituales en su mercado *spot*. En el mercado local del trigo, por ejemplo, los acopiadores, exportadores, productores, empresas industriales, tienen distintos intereses económicos, pero todos ellos se verán perjudicados si los precios no alcanzan las expectativas que tenían cada uno de estos operadores al tiempo de proyectar sus actividades económicas. Dentro de este escenario, aparecen los especuladores, quienes asumen el riesgo transferido por los *hedgers* debido a que estos últimos tienen una mayor aversión al riesgo.

Las actividades llevadas a cabo en un mercado de derivados pueden ser agrupadas en tres grupos: cobertura (*hedging*), especulación (*speculation*) y arbitraje (*arbitrage*). Los *hedgers* transfieren el riesgo a otros, a los especuladores, quienes asumen posiciones en descubierto (sin ninguna contrapartida en el mercado del producto subyacente) para aprovechar las ineficiencias del mercado (posiciones cuyo precio difiere del teórico) o bien para explotar la mayor aversión al riesgo de los *hedgers*; y los operadores arbitrajistas, finalmente, toman posiciones en el mercado buscando obtener el beneficio libre de riesgo derivado de posiciones que difieren de su valor de equilibrio y que convergen a éste a corto o largo plazo.

## 5. Manipulación en los mercados de futuros y opciones

El dec. 677/2001 y las regulaciones de la CNV destinadas a combatir la manipulación establecen un esquema de protección dual focalizado en dos aspectos distintos: 1) la protección de los mercados de futuros y opciones de las conductas de manipulación y anticompetitivas y 2) la protección del consumidor financiero de la manipulación y las conductas engañosas y fraudulentas de los intermediarios y otros participantes de los mercados de futuros y opciones. El fundamento del establecimiento de un sistema de protección frente a conductas de manipulación y engaño reside principalmente en mantener un nivel de confianza en el mercado de capitales por parte de los inversores y el público en general <sup>56</sup>.

<sup>56</sup> En reiteradas oportunidades la CNV ha señalado que los actos que conllevan el ejercicio de la manipulación afectan la confianza del público inversor. En tal sentido, en su res. 14.786 del 29/4/2004, mediante la cual instruyó sumario contra Pellegrini Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión SA y sus directores al tiempo de suceder los hechos objeto de dicho procedimiento administrativo, señaló que "en el ámbito nacional se expresó que aun cuando el resultado de la manipulación, pueda otorgar un beneficio económico a quien la ejerza, es el mercado respectivo el que ya se encuentra perjudicado por este tipo de maniobras al dañarse la confianza colectiva en el mecanismo de formación de precios" (cfr. BIANCHI, Roberto, *Régimen de la transparencia en la oferta pública*, Zavaía, Buenos Aires, 1993, p. 81). Asimismo, mediante res. 13.899 de fecha 24/7/2001, en un sumario administrativo iniciado contra Sevel Argentina SA, la CNV indicó que "la manipulación acarrea graves perjuicios para el desarrollo de un

El régimen de transparencia de la oferta pública incluye como principio fundamental la prohibición del ejercicio de conductas de manipulación y engaño al mercado dentro del art. 34 del dec. 677/2001, que comprende no sólo a los mercados de valores negociables, sino también a los mercados autorregulados en los cuales se negocian contratos a término, futuros y opciones.

Al igual que otros ordenamientos legales<sup>57</sup>, el dec. 677/2001 no define el término manipulación, sino que establece su alcance —respecto de las acciones concertadas dentro de los mercados de futuros y opciones—, al circunscribirla a los precios y volúmenes de los contratos a término, futuros y opciones y sus efectos sobre la alteración del desenvolvimiento de la oferta y de la demanda.

La afectación del normal desarrollo de un mercado de derivados puede evidenciarse con la presencia de ciertas circunstancias relacionadas con: i) el ejercicio de una posición dominante<sup>58</sup> en los contratos derivados negociados en un determinado mercado autorregulado o en el activo subyacente en el mercado *spot*; ii) la existencia de una marcada escasez en los mercados *spots* de los activos subyacentes que afecte directamente el cumplimiento de la obligación de entrega bajo los contratos de futuros dentro de un determinado mercado de futuros; y iii) la adopción de posiciones de modo tal que el intermediario cuente con un número significativo de contratos derivados que tenga relevancia para generar artificialmente fluctuaciones de los precios de los contratos de futuros.

Para la configuración de la manipulación del mercado se requiere la presencia de un elemento volitivo que evidencie la intención del participante del mercado de alterar artificialmente la oferta y la demanda de los precios, el monto de negociación y la liquidez de los activos financieros. Consecuentemente, la manipulación se evidencia mediante la alteración intencional de las reglas propias del juego de la oferta y la demanda que operan dentro de un determinado mercado.

---

mercado de valores negociables eficiente y transparente, para quienes en él procuran financiarse a tasas competitivas y, por ende, para la economía de un país, produciendo efectos nocivos tan grandes que en varias jurisdicciones se la reprime no tan sólo por vía administrativa, sino penalmente. Que el mercado de capitales constituye una parte insustituible de la infraestructura nacional, sin la cual resulta impensable el desarrollo y crecimiento de la industria, el agro, el comercio y los servicios en un marco moderno y eficiente. Que para el buen funcionamiento del mercado de capitales, cuya protección le encomendó la ley 17.811 a este organismo, es imprescindible que aquél cuente con la confianza de los inversores, la que sólo puede alcanzarse sobre bases transparentes y competitivas e igualitarias. Que pocas cosas hay tan perjudiciales para la confiabilidad de un mercado de capitales, esencial para la canalización del ahorro, la producción y la creación de empleo, con el consiguiente efecto negativo sobre las inversiones, que las prácticas de manipulación, ya que constituyen comportamientos desleales que alteran el mecanismo independiente de formación de precios y perjudican a los restantes inversores”.

<sup>57</sup> Por ejemplo, la *Commodity Exchange Act* no brinda el concepto de manipulación, debiendo la jurisprudencia establecer los parámetros para determinar la configuración de manipulación en los mercados de futuros y opciones.

<sup>58</sup> La CNV, en el sumario disciplinario contra Sevel Argentina SA, sus directores y síndicos al momento del acontecimiento de los hechos objeto de dicho sumario, señaló que “un elemento clave para determinar la capacidad para influenciar sobre el precio (o volumen) de un valor negociable por parte de un manipulador está dado por el control sobre su oferta”.

Particularmente, en los mercados de futuros y opciones se requiere monitorear el desenvolvimiento de los precios de los contratos de futuros y opciones y también verificar los precios de los activos subyacentes en los mercados *spots*. Ello es necesario como resultado de la naturaleza propia de los mercados de futuros y opciones, cuya función se basa en la formación de los precios futuros de los activos subyacentes que son negociados en los mercados *spots*. Por ejemplo, ante la aparición de alteraciones en los precios de contratos de futuros sobre soja se requiere un análisis de la evolución de ese *commodity* en los mercados físicos, con el fin de evaluar si existen correlaciones entre ese mercado y el de futuros en donde los contratos de futuros son negociados.

El estudio de las características y los participantes del mercado *spot* también resulta de suma utilidad para la determinación de la existencia de participantes que controlan en forma significativa la oferta del activo subyacente en el mercado *spot* y que tienen la capacidad para ejercer conductas de manipulación del mercado. De tal modo, puede existir un participante del mercado *spot* que ejerza una posición dominante en la oferta de un producto determinado, restringiendo la oferta de un determinado producto, afectando no sólo la evolución de sus precios, sino también aquéllos formados en los mercados de futuros y opciones en donde se negocian contratos derivados. Este proceso se denomina *cornering*, que se evidencia cuando una entidad que tiene una posición dominante o controlante en un determinado mercado de *commodities* persigue establecer los precios del *commodity* negociado en dicho mercado. Para ello se requiere la configuración de dos elementos fundamentales: i) el control de la oferta del activo subyacente en el mercado *spot* mediante el ejercicio de una posición dominante<sup>59</sup> y ii) la concreción de operaciones en el mercado de futuros en donde se negocian contratos de futuros sobre el activo subyacente por parte del agente que ejerce control de la oferta del activo subyacente en el mercado *spot*.

De tal forma, la entidad que concreta una maniobra de *cornering* asume una excesiva compra de contratos de futuros por parte de uno o más agentes intermediarios, teniendo previamente una injerencia significativa en la oferta del activo subyacente en el mercado *spot*. En tal situación, si todos los contratos de futuros son liquidados mediante la entrega física, la contraparte que tiene que cumplir con la entrega del activo subyacente (es decir, quien asumió una *short position*) se encontrará en una posición en la cual tiene que salir al mercado a comprar un activo, cuyo precio ha sido incrementado artificialmente por quien, además de tener el control de la oferta del producto en el mercado *spot*, asumió posiciones de compra (*long position*) en contratos de futuros.

<sup>59</sup> En junio de 2006, la CFTC entabló una demanda contra BP Products North America, Inc., alegando que dicha entidad había manipulado el precio del contrato de entrega física de gas propano TET ("Texas Eastern Transmission Corporation") para febrero 2004 mediante el *cornering* del mercado para dicho contrato. En dicha oportunidad, la CFTC señaló lo siguiente con respecto a la definición de *corner*: "A 'corner' is where a entity seeks to, and holds, a dominant or controlling position in a commodity for the purpose of being able to command or dictate the price at which it will sell the commodity". Ver "US Commodity Futures Trading Commission v. BP Products North America, Inc.", <http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfbpproductscomplaint.pdf>.

Cabe mencionar que el ejercicio del *cornering* no requiere la materialización de un resultado para que se configure la conducta de manipulación, basta tan sólo con haber tenido la intención de realizar maniobras de ese tipo tendientes a afectar artificialmente los precios de los contratos de futuros.

Otra modalidad de manipulación se denomina *squeeze*, consistente en una situación en que la oferta de activo subyacente disponible para ser entregada es inferior a la suma de todas las posiciones abiertas compradas de un contrato de futuros próximo a vencer<sup>60</sup>.

Haciendo un análisis del art. 34 del dec. 677/2001, vemos que los ámbitos de aplicación del control de las actividades de manipulación recaen específicamente en los mercados en donde se negocian contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza, y no en los mercados *spots* o físicos donde se comercian, por ejemplo, *commodities*.

Ante una situación de *cornering* en la cual un participante de un mercado de futuros asume una posición dominante en el mercado *spot* de petróleo, y a su vez compra contratos de futuros de petróleo, de forma tal de contar con una considerable cantidad de contratos de futuros comprados, produciendo con tal conducta un incremento en los precios de dicho *commodity*, para luego vender los contratos y obtener una ganancia, consideramos que la redacción del art. 34 resulta insuficiente para poder proteger a los mercados a término y bolsas de comercio donde se negocian contratos derivados sobre *commodities* de las prácticas o conductas destinadas a manipular la formación de precios o volúmenes de los contratos derivados negociados, debido a la no inclusión de los mercados *spots* o físicos en los cuales se negocian los activos subyacentes dentro del alcance de dicho artículo del dec. 677/2001.

Existe una profunda interrelación entre los precios de los mercados de derivados donde se negocian *commodities* y los mercados *spots* donde se concretan las transacciones al contado. Los mercados de futuros y opciones fijan las expectativas de precios futuros en los mercados *spots*. Es así que es recomendable incluir a los mercados físicos como mercados en los cuales también las conductas de manipulación pueden tener un efecto en los mercados a término, de futuros y opciones.

## 6. Reglas de *insider trading* aplicables a los participantes de los mercados de futuros y opciones

Cabe mencionar que el *insider trading* en el marco de operaciones realizadas dentro de un mercado de futuros requiere de un análisis y enfoque diferente a la utilización de información privilegiada dentro de un mercado de valores negociables, ya que los contratos de futuros no revisten el carácter de valores negociables.

El contrato de futuros es un instrumento diseñado por un mercado autorregulado, cuya función esencial consiste en actuar como vehículo para que un participante con

<sup>60</sup> En el glosario redactado por la CFTC se define el término *squeeze* como "a market situation in which the lack of supplies tends to force shorts to cover their positions by offset at higher prices". Ver glosario en <http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@educationcenter/documents/file/cftcglossary.pdf>.

intenciones de comprar un *commodity* o un valor negociable encuentre otro participante que tenga en miras concretar una operación de venta con entrega diferida con el activo físico o financiero requerido por el comprador. Los mercados de futuros fijan los elementos de los contratos de futuros, luego de haber realizado un análisis pormenorizado sobre las necesidades propias de los participantes de esos mercados para la instrumentación de estrategias de cobertura, especulación y arbitraje.

En los mercados de futuros, sólo sus funcionarios y empleados pueden ser considerados *insiders* ante la comisión de *insider trading*. Resulta necesario efectuar la distinción entre los *insiders* y los intermediarios para determinar si las reglas propias del *insider trading* pueden afectar el funcionamiento propio de los mercados de futuros.

Una de las actividades esenciales que cumple un mercado de futuros consiste en el procesamiento y la transmisión de información privada provista por sus intermediarios, lo que se evidencia en los precios futuros de los activos subyacentes de los contratos de futuros. El establecimiento de limitaciones a la utilización de información privada por parte de los reguladores afectaría en forma significativa la negociación de contratos de futuros en los mercados autorregulados. Adicionalmente, la reducción en la negociación de los intermediarios que hacen uso de su información privada implica necesariamente afectar la liquidez del mercado de futuros.

Debido al impacto que podría llegar a tener en la negociación dentro de los mercados de futuros, consideramos que es necesario explicar la utilización de la información privada por parte de los intermediarios en los mercados de futuros.

En los mercados de futuros, los intermediarios cuentan con información privada que es utilizada para generar una ganancia con la compra y venta de contratos de futuros. En general, el mayor volumen de transacciones en los mercados de futuros es concertado por intermediarios que representan a aquellas compañías que tienen una participación significativa en el mercado *spot* o físico. Las empresas involucradas en los mercados de *commodities* cuentan con información sobre el incremento o reducción de la demanda y oferta de ellos en los mercados *spots*. Aquella es transmitida a los intermediarios de los mercados de futuros, quienes analizan la información privada y la procesan con datos públicos provenientes de fuentes gubernamentales, con la finalidad de poder adoptar una posición compradora o vendedora en los mercados de futuros.

El proceso de formación de precios en los mercados de futuros se nutre principalmente del circuito de transmisión de información privada de los participantes de los mercados de *commodities* a los intermediarios. Por consiguiente, las regulaciones tendientes a restringir el uso de aquella por parte de los intermediarios tendrían un efecto devastador en la liquidez de los mercados de futuros.