



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN TRIBUTACIÓN

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA. TESIS

*Vulnerabilidades y asimetrías en la legislación de los instrumentos
derivados financieros. Una propuesta de directrices para una reforma
fiscal en este sector.*

AUTOR: JÁUREGUI MARÍA DE LOS ÁNGELES

DIRECTOR: CHANUAR JORGE LUIS

Resumen

La investigación realizada es del tipo cualitativo del tipo investigación-acción, donde una vez definida el problema y el marco referencial, propiciamos un cambio que sirva de base para orientar la toma de decisiones.

La hipótesis de partida es que la legislación argentina no contempla adecuadamente a los IFDs. El esquema que preparamos al elaborar nuestra propuesta, permitió analizar los problemas aquí planteados y formulamos propuestas de solución a los problemas en cuestión, por ende, la tesis se concentra en proponer los lineamientos que deberían seguir los legisladores y las autoridades fiscales, para elaborar un cambio en el sistema tributario que permita establecer un marco apropiado para los IFDs en términos de certeza, consistencia, equidad y flexibilidad.

Entre los problemas centrales identificados en la legislación impositiva se encuentran: a) Vacíos legales, en lo que atañe a la imputación de los resultados a los distintos periodos fiscales b) Incertidumbre sobre la posibilidad de computar como pago a cuenta de Impuesto a las Ganancias, los gravámenes análogos pagados en el exterior. c) Incertidumbre sobre la obligación de declarar como gravada la ganancia en las opciones de compra de bienes con Cotización (por ejemplo acciones) ante el ejercicio de las mismas, adquiriéndolos a un precio menor que el vigente en el mercado a ese momento. d) Falta de definición respecto del tratamiento tributario en los Impuestos Patrimoniales (Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta e Impuesto sobre los Bienes Provinciales) y también de Impuestos Provinciales y Municipales e) Claro incentivo a prácticas de planificación fiscal abusiva

Se propone por lo tanto una reforma impositiva que:

- Establezca, modifique y complemente la legislación de fondo para dar seguridad y certeza a los contratantes en la utilización de estos instrumentos, y que a su vez delimite el alcance de su concepto, las tipologías admitidas y las implicancias jurídicas, facilitándose además el tratamiento tributario.
- Revise el concepto de fuente a la luz de la legislación de otros países, esclareciéndose la posibilidad de computar como pago a cuenta los impuestos análogos pagados en el exterior, y a su vez que gravar con una retención en la fuente al sujeto no residente por las rentas de operaciones de fuente argentina, con intenciones diferentes a cobertura.

- Precise el concepto y alcance, de modo tal que se dé mayor certidumbre a la Administración Tributaria en su accionar de control y al Contribuyente en el cumplimiento de sus obligaciones.
- Instaure un régimen de información por suministro periódico, para las operaciones celebradas con IFD, donde se indiquen fechas, montos involucrados, mercados o contrapartes (OTC), intermediarios, formas de pago, intención de la operación, partida o transacción cubierta, etc.
- Establezca pautas para la imputación de los resultados por la operatoria con estos instrumentos, distinguiendo las operaciones de cobertura del resto, indicando para las primeras un tratamiento simétrico y congruente respecto de la partida o transacción cubierta, en tanto que en el resto de los casos, la generación de los resultados se producirá al cierre de cada ejercicio fiscal.
- Precise la gravabilidad y el momento en que corresponderá imputar las ganancias ante opciones de compra (call) de productos o valores cotizables, en supuestos de adquisición a valores inferiores a los de mercado.
- Saque mayor provecho a los CDI o a los Tratados para el Intercambio de Información, a efectos de validar transacciones con IFD cuando la contraparte o el mercado donde se opere se ubique en el extranjero, ya sea a través del intercambio de datos y las acciones de fiscalización conjunta, entre otras.

Palabras claves: Instrumentos de derivados financieros, contratos de opciones, operaciones de cobertura, tratamiento tributario, contabilización, normas contables, evasión

Índice

- 1.-Introducción
- 2.-. Planteamiento del problema
- 3.-. Marco teórico
 - 3.1. Análisis económico de los instrumentos financieros derivados
 - 3.2. Derivados negociados en mercados
 - 3.3. Características de los contratos de los instrumentos derivados financieros en especial opciones
 - 3.4. Tratamiento contable
 - 3.5. Tratamiento tributario
4. Metodología
5. Desarrollo
6. Conclusiones
7. Bibliografía
- 8.- Anexos

1. Introducción

Las leyes tributarias argentinas no definen el concepto de Instrumento financiero derivado sino que el mismo surge del segundo considerando del Decreto 1130/97 que los encuadra como: *“aquéllos instrumentos o contratos cuyo contenido económico depende de los valores de otras variables básicas subyacentes”*. Este concepto no difiere en gran medida del concepto comercial prevaleciente en la actualidad en los mercados de derivados. Es destacable que la norma no hace mención de las especies contenidas en el género de los *derivados*. **En consecuencia, es importante mencionar que a nuestro entender, las especies básicas —sin perjuicio de sus combinaciones o el desarrollo de nuevos contratos— son las *opciones, los futuros y los “forwards”, y los “swaps”*.**

La función de la presente Tesis es analizar un sector de la contratación de los mercados financieros cuya importancia, cualitativa y cuantitativa, aumenta día a día a saber (1): los

¹ La última década ha visto una verdadera explosión en el número y volumen de nuevos instrumentos financieros en todos los mercados mundiales, que se ha hecho notar en especial en los llamados productos derivados. Donde antes solo había acciones, bonos, y alguna actividad marginal en opciones y futuros centrada en los mercados de materias

IFD (2) —instrumentos derivados financieros— categoría contractual, de cuyo estudio fundado, realizado a partir de premisas establecidas, resultan determinadas conclusiones sobre la materia examinada.

Por lo que hace al material analizado, este viene referido, como hemos indicado, a los derivados financieros en tanto que los consideramos, figuras negociables de contratación, si bien complejas, muy utilizadas en la actualidad y que han aumentado en cantidad y morfologías sumamente novedosas. Por lo que a la justificación de su elección se refiere, hemos de hacer referencia dos razones de distinta naturaleza.

En **primer lugar**, establecer cuáles son los fundamentos teóricos y prácticos de su aplicación, para así justificar el auge de su utilización, el cual se ha incrementado en forma exponencial en las últimas décadas, además de —en muchos casos- estar asociados a debacles, tales como, la sucedida en el 2008. En **segundo lugar**, analizar la legislación tributaria al respecto, para establecer si la misma acompaña a los avances producidos en materia financiera y al crecimiento de la cantidad de productos y herramientas de este tipo que se desprenden de los mismos y si la misma es certera. Además, establecer cuáles son las brechas de evasión existentes, en relación, a los impuestos nacionales, analizando la legislación vigente estableciendo pautas de certidumbre. En **tercer lugar**, abocarnos al estudio de cómo las brechas de evasión encontradas impactan en la disminución de la recaudación por no contar con una legislación adecuada además de la existencia de empresas “offshore” y paraísos fiscales³ vinculados a las ingenierías financieras encontradas junto con planificación fiscal nociva; producto de nuestra investigación.

Desde la perspectiva financiera, todos los IFD se encuentran al servicio de una misma causa, la **gestión del riesgo, entendida como sinónimo de transacción a terceros de las consecuencias patrimoniales ocasionadas con motivo de la desfavorable evolución del precio en mercado de determinados subyacentes —tipo de interés, tipo de cambio, valores negociables, índices bursátiles, materias primas o "commodities", etc.**

primas, el menú de posibilidades disponible al participante actual se asemeja a un verdadero festín. Se debe contar con una buena orientación y sobre todo clara sobre cómo funcionan y que oportunidades ofrecen estos mercados.

² “IFD” siglas que serán utilizadas para su referencia la presente Tesis.

³ Actualmente llamados países no cooperantes

En este sentido vale la pena hablar de una arquitectura de los IFD, en tanto que las construcciones realizadas a partir de dos piezas básicas las cuales son los contratos a plazo, llamados futuros o "forward" y las opciones, razón por la cual la operativa y contratación de los IFD podría reconducirse gráficamente a un juego de mecano, donde la construcción final no es sino el resultado de la conjunción de piezas más básicas. Por ello, nuestro objetivo en la primer parte del trabajo es simplificar lo complejo del funcionamiento actual de los instrumentos, reconduciendo cualquier modalidad de IFD a una composición de contratos a plazo y opciones

La falta de un adecuado marco fiscal en nuestro país ha favorecido a que estos contratos sean celebrados exclusivamente con entidades del exterior, commodities (aluminio o petróleo, moneda y tasa) o en el caso de los productos agrícolas las pocas posibilidades que ofrece el mercado local. El uso de estos instrumentos, en el mercado privado, nos ha permitido vislumbrar la problemática que estos contratos adolecen, con la consiguiente pérdida de divisas y posibilidades de desarrollo para el país.

Los derivados, al permitir la traslación de riesgos, cumplen un papel fundamental en la vida económica de las empresas. Así como hoy en día no se concibe una empresa correctamente administrada sin una política de seguros generales (por ejemplo, cubriendo los riesgos de incendio, robo y/o responsabilidad civil), en el futuro, no se concebirá una empresa sin una política de cobertura de riesgos de tasa o de cambio a través de contratos derivados entre los contratos más básicos.

Es tan o más peligroso para una empresa la posibilidad de que su planta industrial se destruya por un incendio, como la posibilidad de que el precio de su principal producto caiga por debajo del costo de producción. Frente a esta realidad, es tan necesario cubrir el riesgo de incendio como el de baja del precio de la producción. De esta manera lo han entendido las empresas que actualmente celebran contratos de futuro sobre sus productos principales.

Tal como ocurre con el riesgo de baja del precio de los productos, ocurre con el alza del precio de las materias primas, la suba o baja de la tasa de interés, la alteración de la relación de cambio de dos divisas, o tantos otros riesgos que requieren una adecuada cobertura y un

manejo profesional.

Si no se logra crear un mercado local eficiente y que represente un real atractivo para el inversor, ya sea por la cantidad de subyacentes negociados, como coberturas complejas a implementar; certidumbre y estabilidad; estas coberturas seguirán siendo tomadas en el exterior. Vale decir, el país perderá la posibilidad de disfrutar los beneficios que conlleva desarrollar un mercado de productos financieros novedosos. Para lograr un mercado local, entre otras cosas, se debe remover la incertidumbre jurídica e impositiva que rodea a los contratos derivados. Este fin sólo se puede lograr por un medio, el correcto análisis de la legislación vigente y la propuesta e implementación de reformas.

¿Por qué es importante el desarrollo de herramientas de fomento al comercio internacional en Argentina hoy? Actualmente, la economía global se encuentra en un proceso de cambio en el cual los países desarrollados se hallan en crisis con economías inestables y los subdesarrollados, en especial Latinoamérica, presentan grandes oportunidades de crecimiento. Esta situación que atrae inversiones a los países de la región es una posibilidad para Argentina para fortalecer su economía y generar ventajas competitivas que lo ayuden a lograr un crecimiento sostenido en el tiempo. Es por este motivo que resulta esencial el incremento de la productividad como política pública brindando herramientas a los empresarios para que puedan generar valor exportable.

Para un estudio exhaustivo del tema es necesario empezar por el análisis y entendimiento de la ley y los aspectos teóricos más importantes que regula. Para instruirse acerca de los instrumentos financieros derivados, desde un punto de vista práctico es necesario también el análisis del funcionamiento y las operaciones de los que se utilizan actualmente en la Argentina.

Sin embargo, por la magnitud de su importancia y complejidad, en la presente tesis, nos concentraremos en los temas más importantes que dificultan su desarrollo; en la observación de casos particulares a efectos de entender la realidad práctica de la aplicación de la ley para que la hacienda pública pueda establecer las brechas de evasión que genera la utilización de estos instrumentos sin una adecuada normativa fiscal.

La tesis propone analizar el marco legal llevado al caso concreto cuando el subyacente son productos agrícolas, a partir de la normativa dispersa en la ley del impuesto a las ganancias en particular y en impuestos nacionales en general. El porqué de esta distinción viene dado por el marco legal de los IFDs en materia tributaria en la cual solo tiene **legislación específica en la ley del impuesto a las ganancias sobre el cual basaremos nuestras sugerencias para actualizarla y poder así lograr una mejora**. De esta forma se pretende es replantear el régimen legal existente en materia de derivados en pos de avanzar en materia de propuestas de legislación en relación con estos contratos.

Por su parte, el análisis de los aspectos tributarios de los contratos derivados encuentra su explicación en la importancia del derecho tributario en la vida económica, especialmente en materia de contratos financieros, pues el inadecuado tratamiento fiscal conllevaría al inadecuado o a la virtual imposibilidad de utilización de esta herramienta correctamente.

La Argentina posee un potencial inexplorado para el desarrollo de un mercado de contratos derivados que permitiría no sólo evitar la fuga de divisas sino que además incentivaría el desarrollo económico. Este potencial encuentra un obstáculo a su desarrollo a partir de la incertidumbre fiscal e impositiva en la cual se encuentran sumergidos los derivados.

2. Planteamiento del Problema

2.1 Formulación del Problema

El problema principal está circunscripto en la siguiente pregunta: ¿Es adecuada la legislación tributaria en materia del Impuesto a las Ganancias -es el único impuesto que tiene legislación específica dentro de las leyes tributaria- para que se logre una adecuada recaudación sin vulnerar el principio de legalidad y no genere brechas de evasión a través de la utilización de los instrumentos derivados financieros?

Además se pretende responder:

1) ¿Cuál es desde el punto de vista económico el manejo de los mercados de derivados financieros y su evolución en la República Argentina?.

- 2) ¿Cuáles son los distintos IFD existentes en la actualidad estableciendo las especies básicas para su regulación?
- 3) ¿Cuáles son los agentes económicos que se encuentran autorizados para intermediar con derivados financieros por parte de la Comisión Nacional de Valores (CNV) en su carácter de autoridad de control?
- 4) ¿Cómo son contratos de opciones, descripción, sus características, sujetos y elementos intervinientes y la normativa específica que regula la actividad?
- 5) ¿Cuáles son las modalidades de registración contable y normas específicas exigidas por la CNV? ¿En aquellos rubros de los estados contables (estados financieros) que revistan importancia para la actividad bajo estudio? Dado que uno para la confección de una declaración jurada de una sociedad, siempre se parte del balance contable, de allí la importancia de este punto.
- 6) ¿Cuáles son implicancias legales y tributarias de la actual legislación tributaria?
- 7) ¿Cuáles son los posibles focos de evasión?

2.2 Objetivos

El objetivo general de la presente tesis es el análisis de estos instrumentos, como funcionan, como se contabilizan, para establecer si la pregunta planteada como principal al inicio, la cual es nuestra hipótesis a demostrar; si la legislación tributaria sigue los lineamientos esenciales para lograr la recaudación de las rentas que producen los mismos, o si bien la misma no cumple con los requisitos establecidos por los principios tributarios de certeza, equidad, flexibilidad y consistencia⁴, lo cual permite su uso y abuso por parte de los contribuyentes, justamente para lo contrario, evadir los impuestos que todo ciudadano debe pagar para contribuir al crecimiento económico del país.

⁴ Establecimos estos principios de base dado que la Internacional Fiscal Association –I.F.A.– en el 49 Congreso realizado en Cannes, cuando analizó el tema los trató como aquellos más vulnerados por quienes utilizan estos instrumentos financieros.

Los objetivos específicos

1. Identificar los agentes económicos que se encuentran autorizados para intermediar con derivados financieros por parte de la Comisión Nacional de Valores (CNV) en su carácter de autoridad de control.
2. Describir los contratos de opciones, sus características, sujetos y elementos intervinientes y la normativa específica que regula la actividad.
3. Detallar los aspectos contables destacados, modalidades de registración contable y normas específicas exigidas por la CNV en aquellos rubros de los estados contables (estados financieros) que revistan importancia para la actividad bajo estudio.
4. Analizar las implicancias legales y tributarias.
5. Determinar los posibles focos de evasión y la descripción de las maniobras utilizadas.
6. Implementar un plan de fiscalización enfocado a detectar las conductas que constituyen patrones evasivos en estas operaciones.

2.3 Hipótesis

La hipótesis de la cual partimos, consiste en que la legislación vigente en Argentina no contempla adecuadamente a los IFD y su operatoria. Entendiendo como tratamiento adecuado a aquél que se guía por los principios de certeza, equidad, flexibilidad y consistencia recomendados por la Internacional Fiscal Association. Eso impide una buena fiscalización y control de estas operaciones.

Los Instrumentos Derivados Financieros son utilizados tanto como herramientas de cobertura y especulación⁵, esa es la razón por la cual tanto en Argentina como en otros países tienen un tratamiento impositivo diferente ambos conceptos de acuerdo al uso que se le dé al Instrumento Financiero Derivado con el cual se esté trabajando.

Estas herramientas financieras son instrumentos usados en muchos países para dar certeza, fortalecer los resultados de las empresas y favorecer su rentabilidad. Éstas se configuran como elementos para cubrir los riesgos a los cuales las empresas están expuestas y colaboran a incrementar el nivel de actividad industrial en cada territorio nacional.

⁵ También como arbitraje en menor medida

La globalización de su utilización resulta de la independencia internacional provocada por la fluidez creciente en la provisión de bienes y servicios y la localización de donde provienen los factores productivos. Las políticas públicas deben facilitar la apertura de las economías nacionales, destinadas a mejorar la competitividad en la atracción de capitales e inversiones, quitando arraigo territorial a las actividades económicas que adquieren gran movilidad. Por ende en el tema que nos ocupa los mercados financieros adquieren gran relevancia, donde se han agilizado sustancialmente por el avance de los sistemas de información y la aparición de nuevos productos financieros –los IFD- entre otros y el flujo intenso de servicios, transferencia de tecnología, que no tienen regulación específica dentro del Código Aduanero, que solo define “bienes”⁶ cuando los mismos ingresan por aduanas.

Esto requiere la adecuación de los sistemas fiscales en general, nosotros nos referiremos únicamente a la legislación de los IFD para hacer nuestro aporte al tema.

Para un estudio exhaustivo del tema es necesario empezar por el análisis y entendimiento de la ley y los aspectos teóricos más importantes que regula. Para asimilar los IFD desde un punto de vista práctico es necesario la exploración del funcionamiento y de todas las operaciones que se pueden realizar hoy en día con estos instrumentos, realmente son infinitas por eso la dificultad de su regulación normativa de alcance global.

3.- Marco teórico

3.1.- Análisis económico de los instrumentos financieros derivados

Los instrumentos derivados se vienen utilizando desde hace más de dos mil años. Los podemos encontrar en pasajes de la Biblia, como así también en las operaciones que realizaban los terratenientes de la edad media, por ejemplo, vendiendo la cosecha futura a un precio determinado. Con el paso de los años, su utilización fue creciendo y las operaciones en las que se utilizaban fueron cada vez más sofisticadas.

Una crónica señala que en Osaka, alrededor del año 1697 el comercio de arroz era dominado por un comerciante denominado Yodoya. Su casa se volvió el centro donde muchos comerciantes se reunían para cambiar información y negociar. Al trasladar el

⁶ A diferencia del Código Aduanero del Mercosur

“mercado” a la ciudad de Dojima se estableció posiblemente el primer mercado de derivados, ya que sólo se permitían operaciones a futuro.

Otro de los eventos que marcó la historia de los derivados en EE.UU., y posiblemente en el mundo, fue la creación, en 1848, de la Junta de Comercio de Chicago, centro de vital relevancia para el almacenamiento, distribución y venta de granos en el Este de EE.UU. Debido a las características de los productos agropecuarios, en especial la estacionalidad, los productores no podían almacenar ni colocar la cosecha en forma eficiente, provocando el aumento y la disminución de los precios en forma drástica. Por lo tanto, un grupo de productores creó la forma de “cerrar” en primera instancia el precio al que se iba a vender el grano y entregarlo en una fecha futura. Se descubrió así, la posibilidad que brindaba este tipo de contratos para cubrirse ante las disminuciones de los precios o también especular. Asimismo, los productores se dieron cuenta que lo más importante en este tipo de contratos no era el producto en sí, sino desligarse de las fluctuaciones de los precios y trasladar esa incertidumbre a la contraparte.

Con el correr de los años, se continuó incursionando en este tipo de instrumentos, y fueron apareciendo gradualmente en las décadas de 1970 y de 1980, contratos de futuros de divisas, tasas de interés, opciones sobre índices de acciones y swaps. Consecuentemente, se fue observando un cambio de aquellos primeros derivados sobre productos agropecuarios a derivados sobre productos financieros.

En los últimos años, la utilización de los derivados tuvo un crecimiento exponencial, como así también las ingenierías financieras que los utilizan. Los avances tecnológicos se tradujeron en un mejor manejo de la información financiera, siendo ésta cada vez más económica y fácil de conseguir y condujeron al desarrollo de los derivados financieros y su uso extensivo en los distintos países.

Actualmente la expectativa de los mercados, en especial el argentino, se encuentra dirigida a la sanción de leyes que engloben la diversidad de operaciones en las que pueden intervenir los instrumentos derivados y genere así la incorporación de nuevos participantes a estos mercados.

3.1.1.- Definición

Podemos definir a los IFD en el campo normativo impositivo nacional como “.....como aquellos contratos y/o instrumentos cuyo contenido económico depende de los valores de otras variables básicas subyacentes...” según lo establece el segundo considerando del Decreto 1130/97 (B.O. 4/11/97). Esta variable puede ser la cotización de una acción o índice de acciones o el tipo de cambio de determinada moneda, entre otras.

En el marco impositivo internacional, Palmbeck, Resembloom y Ring (7) definieron a los derivados como “.... aquel —contrato— en el que los derechos y obligaciones de pago de las partes —y por consiguiente el valor del contrato— derivan del valor de un mercado en efectivo o físico subyacente —por ej.: bolsa extranjera, obligaciones, mercancías— o de índices financieros particulares o combinaciones de índices....” Estos contratos fueron creados □tal hemos expresado en el primer capítulo□ como instrumentos para manejar el riesgo y la volatilidad. Hoy en día, ésta continúa siendo su principal contribución al desarrollo de la economía y de los mercados y el principal motivo del gran crecimiento en su nivel de operaciones.

Contablemente, la normativa que define a este tipo de contratos es la Resolución Técnica N° 18 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas que establece lo siguiente: ***“Instrumento derivado: es un instrumento financiero cuyo valor cambia frente a los cambios en las variables subyacentes (tales como tasa de interés, precios de productos, tasa de cambio de divisas, etc.), que se liquidará en fecha futura, (pudiendo hacerse en términos netos), que requiere, al principio, una inversión neta pequeña o nula, en relación con otros tipos de contratos que incorporan una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado y que por las prácticas comerciales o por sus términos permitan la compensación para realizar pagos por un importe neto. Pueden agruparse en: contratos a término, contratos de futuro, contratos de opciones y contratos de canje o permuta”.***

⁷Charles T. Palmbeck, H. David Rosenbloom y Diane M. Ring, —Cannes 1995—, Ponencia General del 49th Congress of the International Fiscal Association, , Cahiers de Droit Fiscal International Vol. LXXXb, pág. 789

Otras normas —como las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las emitidas por el FASB (Financial Accounting Standards Board)— se pronuncian en el mismo sentido, definiendo a los IFD “como aquellos cuyo valor deriva en respuesta a los valores de los subyacentes involucrados, que son instrumentos que no requieren una inversión inicial o ésta es mínima, en comparación con otros contratos y que su liquidación se da en una fecha futura. Asimismo, se distingue a estos contratos por permitir o requerir que la liquidación sea por diferencias”.

Por lo tanto, al analizar las definiciones de las normas legales y contables podemos concluir que el contrato de derivados financieros o no financieros, es un contrato cuyo valor depende (o deriva) de otro activo, denominado subyacente, el cual puede estar constituido por los precios de las acciones, tasas de interés, monedas, granos, metales, y demás activos físicos o financieros y cuya liquidación se efectuará en una fecha futura.

3.1.2.- Características

A partir de la definición propuesta podemos desarrollar los elementos característicos de estos contratos:

Como primera característica que los diferencia de otros, encontramos que la liquidación siempre es en una fecha futura. A pesar que la operación se concrete en el presente, no se conoce su resultado hasta la fecha de liquidación que es en un momento distinto al presente.

En un sentido general son operaciones a plazo, donde entre el momento de la contratación y el momento de la liquidación, media como mínimo, un número de días, meses, etc. y depende del valor del subyacente con el cual se haga el contrato, el cual es establecido en cada mercado. Por lo tanto, forma parte de su naturaleza que la liquidación sea efectuada en una fecha futura, surgiendo la cuantía de su resultado, de la comparación entre la cotización que tenga el activo subyacente al momento de la liquidación de la operación y el valor que fuera estipulado oportunamente en el contrato.

Otra de las características distintivas de estos tipos de contratos es que la inversión inicial que requieren para su constitución, sin considerar las respectivas garantías, es nula (Futuros o Forwards) o mínima (Opciones y Swaps) comparada con el desembolso que se requeriría para adquirir el activo subyacente que se trate.

El valor del cual dependen los instrumentos derivados puede provenir de los precios de productos financieros y no financieros. Por lo tanto pueden concertarse contratos de instrumentos derivados financieros sobre índices bursátiles, divisas, bonos, índices tasas de interés y acciones o bonos. Mientras que los instrumentos derivados no financieros se pueden concertar sobre “commodities” tales como cereales, oleaginosas, metales y petróleo, entre otros. El objeto de los contratos de derivados está relacionado con la necesidad de la transferencia de riesgos o la gestión de los mismos. Esta es la razón por la cual surgieron; para evitar la incertidumbre que generan los vaivenes de los precios de los bienes ante la ley de oferta y demanda y el paso del tiempo.

La concertación de estos contratos permite el manejo del riesgo de tipo de interés, del tipo de cambio y la volatilidad de los precios. Así, las diferentes estrategias de derivados permiten fijar el precio al que se va a comprar o vender un bien en un futuro.

Al celebrarse este tipo de contratos, una de las partes acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente, a cambio de una contraprestación dineraria. Pero siempre existe **una parte que asume un riesgo y una contraparte que lo traslada, en otras palabras un participante especulador y otro que realiza una operación de cobertura (en los términos de la ley del impuesto a las ganancias)**

3.1.3.- Usos de los derivados financieros

Si bien para la mayor parte de la opinión pública los instrumentos financieros derivados aparecen asociados a operaciones eminentemente especulativas, nacen en principio como una forma de amortiguar el impacto que producen las fluctuaciones de precios en los resultados de los distintos agentes económicos.

El objeto primario, para quien utiliza los derivados financieros, con estos fines denominados “*de cobertura*”, es reducir la incertidumbre fijando un precio para un bien que necesite comprar o vender.

Ejemplo A. Una entidad dedicada a la molienda de trigo considera que el precio de dicho cereal —que es su insumo principal— está en un nivel conveniente para sus negocios y estima provechoso asegurarse el precio del mismo para el siguiente año.

A tal fin lo que hará es formalizar un contrato para comprar, al vencimiento del plazo estipulado, la cantidad de trigo que necesite a un precio fijo.

En este caso, la empresa se habrá inmunizado contra cualquier variación en el precio de su insumo principal, ya que cualquiera sea el valor del trigo al momento del vencimiento del contrato, el precio pagado será el estipulado en el mismo.

Es dable aclarar que ello no implica que no existan resultados positivos o negativos generados a partir del uso de IFD con fines de cobertura.

Puede suceder que a la fecha de vencimiento de los mismos el precio de mercado se encuentre en niveles superiores a los fijados en el contrato, en cuyo caso quien asume la posición compradora obtendrá una ganancia, debido a que estaría comprando a precios inferiores a los de plaza. Por el contrario, si el precio de plaza fuera inferior, quien esté obligado a comprar sufriría una pérdida, pues si efectuara la referida compra en el mercado obtendría los activos deseados a precios menores. Pero aclaremos que este costo o pérdida es de oportunidad, dado que eso ya está pactado en el precio del contrato a futuro. Por ende estos resultados, al combinarse con el generado por la posición cubierta deberían generar un efecto neutro, dado que estarían compensando el impacto de este último en el patrimonio del sujeto que implementó la estrategia de cobertura.

Cuanto más exacto haya sido el cálculo de la cobertura tomada, menos efecto tendrán los cambios en el valor de las posiciones cubiertas en el resultado general de la entidad.

El objeto de las operaciones con fines especulativos es muy diferente, ya que en este caso no se busca reducir la exposición al riesgo sino aumentarla.

Esa mayor exposición aumenta la probabilidad de resultados de gran magnitud en ambos sentidos, es decir que pueden generarse grandes pérdidas y grandes ganancias a partir de la toma de posición en instrumentos financieros derivados.

Estas operaciones, llamadas “especulativas”, tienen por único objeto el de conseguir un beneficio mayor como contrapartida de asumir un riesgo y no necesitan, por definición, la existencia de una posición a ser protegida de cambios en las cotizaciones.

Como criterio general, aunque no en todos los casos sea así, puede definirse como una operación especulativa a aquella en la cual el **resultado es abierto**, es decir que no queda fijado, o cuando menos acotado, al momento de concertarse las operaciones.

Finalmente, los derivados financieros pueden utilizarse en operaciones de arbitraje, las cuales consisten en el aprovechamiento de las diferencias de precio entre diferentes mercados o plazos.

Técnicamente, el arbitraje se da cuando por el sólo hecho de cambiar de activo, o de mercado, se obtiene una ganancia de rentabilidad o de riesgo.

Ejemplo B Se puede vender un título que otorgue una determinada rentabilidad y comprar otro con el mismo rendimiento, pero de menor riesgo

Ejemplo C Se compra un título en un mercado determinado, donde se encuentre subvaluado, y venderlo en otro mercado distinto, donde su cotización sea mayor.

3.1.4.- El riesgo y las empresas

Los gerentes de las compañías pueden elegir los riesgos que conlleva el negocio. Entonces, ¿por qué molestarse en reducir un riesgo de este modo? La respuesta es bastante simple, porque permite la planificación financiera de manera más sencilla y de alguna manera reduce la posibilidad de tener problemas de tesorería. La falta de liquidez podría generar problemas y no siempre es posible obtener financiación. Este quizás podría ser el ejemplo típico. Cuando una empresa —por ejemplo— alemana de autos decide lanzar un nuevo modelo de automóvil al mercado americano en una determinada cantidad de años está apostado ante otras cosas, acerca del tipo de cambio entre dólares y euros —pensemos que los costos de la empresa se expresan en euros y sus ingresos en dólares—. También la empresa está especulando con el tipo de cambio entre dólares y libras —porque esto podría

afectar a la posición de competencia frente a una empresa británica o de cualquier otro país—. Puede que la empresa alemana sea optimista acerca de todo excepto acerca del tipo de cambio dólar/euro, pues teme que el euro se apreciará haciendo que los coches alemanes en Estados Unidos sean más caros. La mayoría de los negocios se aseguran frente a múltiples peligros, por ejemplo, el riesgo de que su planta se incendie, de que sus barcos aviones o vehículos se accidenten, que la empresa sea responsable de daños medioambientales, que sus ejecutivos cometan alguna imprudencia.

Cuando una empresa se asegura, está simplemente transfiriendo el riesgo que tenía en su balance a la compañía de seguros. Éstas tienen algunas ventajas en lo concerniente a eso.

- En primer lugar, pueden tener una considerable experiencia en asegurar riesgos similares, razón por la cual se encuentran en buena posición para estimar la probabilidad de pérdida con cierto grado de exactitud.
- En segundo lugar, son expertos en aconsejar acerca de las medidas que la empresa puede tomar para reducir las contingencias y ofrecerle unas primas más bajas a las empresas que sigan sus consejos.
- En tercer lugar, una compañía de seguros puede hacer un fondo común de riesgos manteniendo una gran cartera diversificada de pólizas. Los reclamos o siniestros de pólizas individuales pueden tener un alto grado de incertidumbre, no obstante las demandas sobre una cierta cantidad de pólizas pueden ser muy estables.

Pero las compañías de seguros no pueden diversificar los riesgos macroeconómicos; sino riesgos específicos, y encuentran otros modos de evitar los riesgos macroeconómicos.

Las empresas cotizantes en bolsa más importantes normalmente compran seguros contra grandes pérdidas potenciales y se auto aseguran contra las rutinarias. La idea es que las grandes pérdidas llevan a desastres financieros. Por otro lado, las pérdidas rutinarias corporativas son predecibles, por lo que carece de sentido económico pagar las primas de una compañía de seguros y recibir una proporción constante como indemnización.

Quizás el ejemplo más recordado sea el de “British Petroleum”, que había puesto en duda esta sabiduría convencional. Como todas las empresas de petróleo, BP estaba expuesta a una diversidad de pérdidas potenciales, algunas de ellas derivadas de acontecimientos rutinarios como accidentes de tráfico y accidentes industriales. En el extremo opuesto estaban las que se derivan de catástrofes como una fuga de petróleo o la pérdida de una plataforma petrolífera de alta mar. En el pasado BP acudía tradicionalmente a los seguros externos. Durante los años 80 pagó un promedio de 115 millones de dólares al año en primas de seguro y recobró 25 millones de dólares al año en reclamaciones. Luego BP revisó con detenimiento su estrategia de seguros. Razonó que tenía sentido permitir a los directivos locales asegurarse contra riesgos relativamente rutinarios, pues en esos casos las compañías de seguros tienen una ventaja en el cálculo y valoración del riesgo y compiten enérgicamente unas con otras.

Sin embargo, decidió que no seguiría asegurándose externamente en la mayor parte de los casos contra pérdidas por encima de 10 millones de dólares. Para estos riesgos más grandes y específicos BP llegó a la conclusión de que las compañías de seguros tenían menos habilidad para evaluar el riesgo y estaban en peor posición para aconsejar acerca de medidas de seguridad. Como consecuencia, BP concluyó, el seguro contra grandes riesgos no estaba valorado de forma competitiva. ¿Cuánto riesgo extra asume BP con esta decisión de no asegurarse contra grandes pérdidas? BP estimó que las grandes pérdidas por encima de 500 millones de dólares podía esperarse que ocurriera una vez en treinta años. Pero BP era una enorme empresa con capital propio a ese momento valorado aproximadamente en 35 mil millones de dólares. Así que incluso una pérdida de 500 millones de dólares que podría llevar a la bancarrota a la mayoría de las empresas, podría traducirse en una caída de solo un 1 por ciento en el valor del capital de BP. De esa manera se llegó a la conclusión de que valía la pena correr con este riesgo. En otras palabras, concluyó que respecto a los riesgos de baja probabilidad el mercado de capitales era más eficiente a la hora de absorber el valor del riesgo que las compañías de seguros establecen⁸

⁸ <https://elpais.com/tag/bp/a>

Las pólizas de seguros de las que hemos estado hablando se ofrecen por compañías de seguros especializadas. Pero a veces **uno mismo puede ser capaz de construir pólizas utilizando opciones negociadas**. Por ejemplo, supongamos que un fondo de inversión posee un gran inventario de acciones de la empresa XX con un valor de \$90 por acción. El negociante puede asegurar su posesión contra pérdidas adquiriendo una opción de vender acciones de XX a \$90. Si el precio de la acción cae, el negociante ejercerá la opción y recibe los \$90 —previa deducción de la prima pagada por esa opción—

Ejemplo D Por otro lado imaginemos que usted acaba de apostar por un proyecto de gran construcción en Francia. El pago será en euros pero muchos de los costos están en dólares americanos. En el momento de la firma del contrato el valor del euro puede haber caído y el proyecto no sería rentable. En ese caso usted puede asegurarse contra una pérdida en la divisa euro —una opción para vender euros o una opción para comprar dólares—

Si un inversor tuviese perspectivas inciertas respecto al movimiento de las acciones en general y certeza acerca del valor relativo de una acción con respecto a otra, sólo a través de los futuros podrá diseñar una estrategia de inversión que se amolde perfectamente a sus expectativas. Si operase solamente al contado podría darse la situación de que, aun cumpliéndose sus premisas respecto a la evolución de estos dos papeles, el resultado final fuese negativo. Los mercados de contado sólo le brindan la posibilidad de posicionarse al alza en aquella acción que considere debería tener mejor desempeño cuando, en realidad, sus perspectivas reales no son de incremento en la cotización de un papel sino alcistas en un papel respecto a otro que supusieran de tal acción en su portafolio y la vendieran, en cuyo caso la ganancia vendría dada por lo que no perdieron gracias a la operación.

La toma de una posición vendida en un contrato de futuros sobre una acción individual permite que los inversores tengan una manera sencilla y económica de obtener beneficios si los precios de las acciones cayeran. Si bien en sucesivos capítulos se tratarán los instrumentos con relación a su implicancia y valuación contables, nos parece útil mencionar en este punto el "*statement*" 133 como una guía de los conceptos subyacentes —valga el

juego de palabras— que nutren a la norma americana respecto de las definiciones de productos derivados. La FASB⁹ ha declarado específicamente que el “*statement*” 133 —“FASB 133”— es un paso interino hacia lograr su “visión” de contabilidad a “*fair value*”¹⁰ para todos los instrumentos financieros.

Los instrumentos que se encuentran en la definición de un derivado, a menos que específicamente este exentó, se registrarán a “*fair value*”. Compañías preocupadas con la volatilidad en su patrimonio y/o ganancias que puedan necesitar entrar en conocimiento detallado de las características de un instrumento para ser considerado un derivado —o para contener un derivado “*embedded*” o incrustado—, no deberían desconocer este punto porque probablemente querrán tal instrumento para calificar para la contabilidad especial de “*hedge*”. El conocimiento de la definición de derivados del “*statement*” 133 será particularmente importante para compañías que son activas evaluando nuevos productos desarrollados por comerciantes y banqueros inversionistas.

Un instrumento derivado es, entonces, cualquier instrumento financiero cuyo valor es una función -se “deriva”- de otras variables que son de alguna manera más fundamentales -el activo subyacente- —definición comúnmente aceptada— Tal como vimos cuando establecimos las definiciones de los distintos. La condición de instrumentos derivados se les da a aquellos instrumentos financieros dirigidos al desplazamiento del riesgo, y cuyas condiciones esenciales están dadas o determinadas por el valor de una transacción o activo subyacente.

A diferencia de las operaciones financieras tradicionales, los instrumentos financieros no implican —en general— una forma directa de colocación de capital. La mayor parte de las veces tomamos el riesgo como algo natural que no podemos controlar. Cada negocio o activo tiene su veta, su flujo de caja está expuesto a cambios impredecibles en el precio de venta, costos salariales, impuestos o tributos, a cambios tecnológicos y a una muy larga lista de variables.

⁹ Financial Accounting Estándar Board

¹⁰ Fair Value o “valor justo”. Puede interpretarse como valor teórico de acuerdo a determinado modelo —Black and Scholes en el caso de opciones—

3.1.5.- ¿Por qué las compañías hacen "hedge"?

Las corporaciones en las cuales los inversores depositan su dinero tienen exposiciones a fluctuaciones en toda clase de indicadores o precios financieros, como un subproducto natural de sus operaciones. Estos indicadores incluyen tasas de cambio de monedas, tasa de interés, precios de "commodities" y precios de acciones.

El efecto de los cambios en estos indicadores o precios en las ganancias que reportan las empresas puede ser increíblemente alto. Es común escuchar o ver en los balances que los ingresos se han reducido a causa de la baja de precio en los "commodities" o que han tenido una ganancia extraordinaria atribuible a la baja del dólar canadiense.

Existen diferentes maneras en las que las compañías enfrentan estos riesgos y hay una conducta convincente acerca de porqué utilizar productos derivados. Mientras muchas veces hemos visto que la atención publicitaria que se le ha dado a este tipo de productos fue negativa, las oportunidades que los mismos presentan les otorgan un grado de necesidad importante en el desarrollo de los negocios.

Una de las razones por las cuales las compañías intentan hacer un "hedging" a los cambios de los precios es porque hay riesgos que son periféricos al negocio central en el cual operan.

Por ejemplo., un inversor compra una acción de una papelería con el objetivo de ganar dinero a partir de lo que haga su "management", respecto de esa industria. El inversor no compra la acción para tomar ventaja si por ejemplo el dólar canadiense baja, sabiendo de antemano que la empresa exporta el 75% de su producción. Este es el argumento que favorece al "hedge", de la misma manera que puede serlo el hecho de asegurar la planta productora contra robo o incendio. "To hedge", en sentido general podemos imaginar a la compañía entrando en una transacción cuya sensibilidad a movimientos en los precios de productos financieros se compensa con la sensibilidad de su negocio específico. El "hedging" no resulta un ejercicio simple ni un concepto de fácil aceptación. Sus objetivos varían de firma en firma, aunque en apariencia conceptualmente el problema sea similar. El espectro de instrumentos de "hedge" disponibles es más complejo día tras día.

Otra de las razones por las cuales efectuar un *"hedging"* es la de mejorar o mantener la competitividad. Las compañías no están solas en los mercados, sino que compiten contra otras locales e inclusive con empresas de otros países.

Nuevamente, una compañía papelera radicada en Canadá tiene competidores localizados a través de todo su país y en otros países, como por ejemplo en los escandinavos

Las compañías que son más sofisticadas en el campo de reconocer los riesgos financieros que son producidos por sus negocios representan una oportunidad poderosa para incluir en su línea de resultados los beneficios de una buena política de *"hedging"*.

Este nivel de sofisticación depende de la experiencia que tenga la compañía, de su personal y básicamente de la visión del *"management"*. También dependerá de sus competidores. Si hubiese 5 compañías en un sector particular de la industria y tres de ellas estuvieran involucradas en un programa contra el riesgo financiero comprensivo, generaría una presión a las otras dos compañías no involucradas.

Las firmas que tienen buenos programas de manejo del riesgo pueden utilizar su estabilidad para reducir sus costos de financiamiento o para reducir sus precios en el mercado, lo que podría convertirse en una ventaja estratégica.

Pero lo que es más importante, el *"hedging"* es contingente a las preferencias de los accionistas de las empresas. Hay compañías cuyos accionistas se rehúsan a correr ningún riesgo financiero mientras otras los tienen más propensos a correr esos peligros.

Es fácil imaginar dos compañías operando en el mismo sector, con la misma exposición a fluctuaciones financieras pero que conducen dos políticas completamente diferentes, puramente basadas en las diferentes visiones de los accionistas.

3.1.6.- El problema del *"hedge"*

El problema central al decidir una política de *"hedge"* es el de lograr un balance entre incertidumbre y el riesgo de una pérdida de oportunidad. Es en el establecimiento de este balance que debemos considerar la aversión al riesgo y la preferencia de los accionistas,

con el fin de no cometer errores en ello, porque el establecimiento de una política de "hedging" es una decisión estratégica, el éxito o el fracaso de la misma puede comprometer seriamente el patrimonio de la empresa.

Consideremos el ejemplo de la empresa papelera canadiense, en la cual el 75% de su producción es vendida en dólares estadounidenses a clientes ubicados en todo el mundo. En este caso el dólar estadounidense es llamado el precio de determinación porque todas las ventas de la papelera están denominadas en dólares estadounidenses.

La empresa cierra un negocio por 10 millones de dólares estadounidenses y sabe que en un mes recibirá el pago en su cuenta. Sin embargo, entiende que la espera de ese mes le genera una exposición al tipo de cambio respecto del dólar canadiense.

Inmediatamente enfrenta un problema. Como empresa canadiense tendrá que repatriar esos dólares estadounidenses en algún momento dado que el riesgo en moneda extranjera no es algo a lo que quiera estar expuestos —asumimos para el ejemplo esa decisión— sino que es considerado como algo periférico a su negocio específico.

El problema tiene dos dimensiones, la incertidumbre y la oportunidad.

Si no se hace un "hedging" en la transacción de alguna manera, habrá incertidumbre respecto del tipo de cambio al cual se repatriaran los dólares estadounidenses al momento de hacerlo. Puede que se consiga una mejor tasa de cambio, pero también una peor.

Supongamos para el argumento expuesto que la tasa "spot" es 5,5300 dólares canadienses por dólar estadounidense y que la tasa a término "forward" —es decir la cotización que hoy cotiza para el próximo mes— es de 5,5310

Si se entra en un contrato de futuro que obligue a la empresa a comprar dólares canadienses y a cambio vender dólares estadounidenses el mismo día en el que recibirán el pago por su venta, la empresa habrá removido la incertidumbre, porque sabe con certeza cuál será el tipo de cambio al cual realizara la transacción, que será de 5,5310.

Pero aún no hemos considerado el riesgo de oportunidad que puede haber. Si el dólar canadiense se debilita por algunos eventos inciertos durante ese mes y la tasa es de 5,5600 entonces se habrían perdido 290.000.000 dólares canadienses, lo que sería la pérdida de oportunidad o el costo de oportunidad de haber optado por esa cobertura.

Para beneficio del tesorero de la empresa, que trabaja en provecho de los accionistas, existen instrumentos que tienen en cuenta ambos factores, la incertidumbre y el costo de oportunidad y son los llamados **instrumentos derivados**.

La mayoría de las instituciones financieras generan mercados que ofrecen soluciones con productos derivados, algunas simples y otras combinadas.

Por ejemplo, si el precio de una opción de tipo de cambio del dólar canadiense en la cual la empresa tenga el derecho pero no la obligación de comprar dólares canadienses y vender dólares estadounidenses a un precio pre establecido variara todos los días con el movimiento de las tasas de cambio de las monedas involucradas.

Si el dólar canadiense se fortalece, el "call" u opción de compra sobre el dólar canadiense se hace más valioso. Por el contrario si se debilita la opción de compra se hace menos valiosa

En lugar de entrar en un contrato de futuros que la obligue a comprar dólares canadienses, la papelería podría comprar un "call" sobre el dólar canadiense —es decir la opción de comprar y no la obligación— a un precio determinado —por ejemplo 5,5310— a cambio de una prima que deberá pagar a la institución financiera que sea la contraparte.

Haciendo eso, reduce la certeza acerca de cuál será la tasa de cambio al momento de repatriar los dólares canadienses pero limita su potencial costo de oportunidad, dado que ejercerá la opción de compra solo en el caso que le convenga.

Los derivados, como cualquier mecanismo económico son mejor entendidos si se los ve como compensaciones. En este caso la compensación se da entre incertidumbre a cambio de costo de oportunidad.

Sin embargo un "call" sobre dólar canadiense es solo una de las formas posibles de reducir el riesgo de devaluación. Existen docenas de posibles instrumentos, cada uno de los cuales tienen un diferente mecanismo de compensación o “trade off” entre incertidumbre y oportunidad. La clave del "hedging" es decidir cuál es la solución que debe elegirse.

El "hedging" no es solo la decisión de efectuar una transacción a futuro, sino que se trata de realizar la mejor decisión posible, integrando el nivel de sofisticación que las firmas puedan tener y las preferencias de sus accionistas.

3.1.7.- Objetivos del “*hedging*”

Primeramente, debemos preguntarnos cuál es el objetivo del "hedging" de una empresa. Muchos de los programas de "hedge" serían mejorados por las corporaciones en razón de la reducción en la variabilidad del ingreso —es decir lo preferirán lo más fijo posible—. Esto es consistente con la noción que un inversor compra la acción de una compañía para tomar ventajas y beneficios de la experiencia que tal firma tiene en el mercado que opera.

Otras compañías creen que entrar en un "forward" y no en un "hedging" ya que el riesgo de moneda de "cash flow" internacional es suficiente.

¿Cuál es la exposición de la firma a los riesgos de precio? Es importante medir y tener día a día una noción de los pasivos potenciales que tienen las empresas respecto de riesgos financieros. Las instituciones financieras que tienen como foco de negocio justamente la aceptación y el manejo de los riesgos financieros poseen departamentos enteros dedicados a mediciones y cuantificaciones de sus exposiciones. No resulta menos importante para una compañía que maneje millones de dólares hacerlo.

Podemos decir que existen tres tipos de riesgos para un determinado precio de un determinado instrumento financiero al cual una empresa está expuesta:

- El **riesgo transaccional** que refleja el impacto negativo de fluctuación en los precios y en los flujos de fondos que surgen de compras y ventas. Este es el tipo de riesgo descrito en el ejemplo de la papelera con relación al contrato de los 10 millones.

También es posible denominar riesgo transaccional de una compañía los problemas de financiamiento, referidos a como tomar dinero prestado o como hacer un “hedging” en el préstamo una vez tomado

- El **riesgo de traslación**, que es aquel que se describe en los cambios en el valor de un activo extranjero debido a cambios en los precios financieros, como el caso del tipo de cambio.
- La **exposición económica**, que se refiere al impacto de las fluctuaciones en los precios financieros en el negocio de la firma. Si las economías de los mercados en vías de desarrollo se devalúan mientras retienen su infraestructura para construir chips ¿qué efecto tendrá eso en una empresa canadiense que fabrique un chip que solo se venda en Canadá? Si esto significa que los países en vías de desarrollo inundaran el mercado interno canadiense con chips, en un esfuerzo desesperado por obtener una moneda fuerte como fuente de ingreso, entonces habrá peligro.

¿Cuáles son los instrumentos disponibles para las corporaciones y cómo se comportan en diferentes entornos?

Cuando es mejor utilizar cual instrumento es la pregunta que los gerentes financieros se efectúan y que deben responderse. La diferencia entre un gerente eficiente y uno no, es su habilidad para operar dentro de los límites que los accionistas fijan y elegir la estructura optima de “hedge” para una exposición particular y su entorno económico. No todas las estructuras funcionaran bien en todos los entornos económicos. El gerente financiero debería ser capaz de enfrentar su exposición utilizando derivados si esa es la visión del “management” superior y de los accionistas.

3.1.8.- Definiciones y tipificación de los instrumentos derivados financieros

La clave para entender los derivados es la noción de prima. Algunos derivados son comparados con pólizas de seguros. Dado que una empresa paga a una compañía de seguro una prima para obtener cobertura con eventos específicos, hay productos derivados que tienen un pago contingente de acuerdo a la ocurrencia de un determinado evento, y por la cual se debe pagar un precio —prima— por adelantado. Cuando una persona compra un instrumento, por ejemplo 100 acciones de la empresa ABC, el pago es lineal —no

considerando el pago de dividendos—. Si compramos las acciones a \$50 y el precio se aprecia a \$75, hemos hecho \$2500 teniendo en cuenta el mercado. Si compramos las acciones a \$50 y el precio se deprecia a \$25, hemos perdido \$2500 teniendo en cuenta el mercado.

En lugar de comprar las acciones en el mercado, podríamos haber comprado un call —opción de compra— para un mes cuyo activo subyacente fuesen las acciones —determinada cantidad— con un precio de ejercicio \$50, lo que nos daría el derecho pero no la obligación de comprar acciones de ABC a \$50 en un mes.

En lugar de pagar inmediatamente los \$5000 y recibir las acciones, podríamos pagar \$700 hoy —precio sugerido como costo de la opción—. Si la acción de ABC sube a \$75 dentro del mes, podemos ejercer la opción, comprar la acción al precio de ejercicio y vender la opción en el mercado, de esa manera generando una ganancia neta de \$1800.

Si el precio de la acción de ABC bajase a \$25, habríamos perdido solamente la prima de \$700. Si la acción de ABC se comercializara por ejemplo \$100 después de comprar la opción pero antes que expire —es decir antes de la fecha de vencimiento— podremos vender la opción en el mercado a \$5300 —precio calculado según la fórmula para estos casos, que veremos en detalle oportunamente—. Las opciones en este caso dan una gran flexibilidad ante distintos perfiles de riesgo y recompensa.

El “mark to market” es una forma de contabilizar los instrumentos derivados, en la cual un determinado inventario de productos financieros es revaluado por cada intervalo redefinido —cierre de negocios, diariamente, mensualmente los precios corrientes de mercado. La combinación de ganancias y pérdidas, realizadas y no realizadas, son contabilizadas en el estado de resultados. El “mark to market” es una buena práctica para el manejo de cualquier portfolio financiero. Originalmente resultaba obligatorio para las instituciones financieras reportar sus balances de esta forma. Posteriormente, y desde la introducción de la FASB 133 —“Financial Accounting Standards Board Statement No. 133”— este requisito aplica para todos los sujetos. Este concepto será analizado en particular en la presente obra, cuando se refiera a la normativa en los Estados Unidos de Norteamérica.

Sumas nocionales —“notional amounts”—Otro aspecto de los productos derivados es el hecho que eran considerados “*off-balance sheet*” —fuera de balance— no obstante lo cual la normativa actual, en general en todos los países, desvirtúa esa idea.

Cuando hablamos del tamaño de un determinado producto derivado, nos referimos a la suma nocional o “*notional amount*”. Este concepto se utiliza para calcular el pago que deberá hacerse. Por ejemplo, en el caso de las acciones mencionadas anteriormente, el nocional era “100 acciones”. Sin embargo, el pago potencial y la potencial pérdida eran diferentes desde este valor nocional de 100 acciones. Dado que los pagos en los productos derivados difieren de aquellos que hubiese surgido si los derivados hubiesen sido “no derivados” sino instrumentos financieros corrientes, se sugería que los mismos debían estar fuera de los balances bajo el entendimiento que el balance entonces podía resultar distorsionado a partir de un portfolio de instrumentos de esta calidad. Pero también surgió la visión que subrayaba que los productos, dado su naturaleza, podían servir para manipular resultados, lo que finalmente se impuso en la doctrina en general, que considera que todos los instrumentos deben ser considerados dentro del balance —“*on balance sheet*”

3.1.9.- Tipología de Derivados

Hay dos tipos de derivados, los derivados lineales y los derivados no lineales

- Un **derivado lineal** es aquel cuya función de pago es lineal. Por ejemplo, un contrato de futuro tiene una fórmula de pago lineal por cuanto cada cambio o movimiento se traslada directamente como un valor de un dólar —por ejemplo— por contrato
- Un **derivado no lineal** es aquel cuya función de pago cambia con el tiempo y el espacio. En este caso es definido como al lugar en que se encuentra el precio de ejercicio o "Strike price" respecto de la tasa “cash” o “spot” real.

Un ejemplo de un derivado no lineal con un perfil convexo de pago en algún punto antes de su vencimiento —por ejemplo el caso de una opción— es una opción denominada simple o “plain vanilla”.

En tanto que la opción se convierte progresivamente en una opción “in the money” —es decir con valor implícito—, la tasa a la cual la posición genera dinero se incrementa hasta una aproximación asintótica respecto de la función lineal del futuro

De manera similar, en tanto que la opción se convierte progresivamente en una opción “out of the money” —es decir sin valor implícito— la tasa a la cual la posición pierde dinero decrece hasta que la tasa se transforma en cero

"Delta"

Con los **derivados no lineales**, por consiguiente, es posible capturar ganancias a partir de la volatilidad mediante el "hedging" de una porción del valor de la opción A esto se lo denomina delta, dada la fórmula matemática utilizada derivada de aquella utilizada para determinar su precio y para re balancear el "hedge" en tanto el precio "spot" se mueve y el delta.

En el ejemplo de ABC anteriormente mencionado, podríamos haber comprado una opción de compra de \$50.- que nos hubiera dado el derecho de comprar 100 acciones. Con el precio "spot" a \$50.-, la opción será “at the money” —es decir con un "Strike price" o de ejercicio igual al "spot" —. Las opciones “at the money” tienen un delta de 50%, por lo cual para efectuar un “delta hedge” de la opción deberíamos haber vendido 50 acciones. Si el precio de ABC en una semana por ejemplo fuese de \$25.- podríamos recomprar parte de las 50 acciones, de esa manera realizando una ganancia de \$25.-. Cualquier movimiento que la haga volver a \$50.- hace que podamos vender acciones nuevamente. Si el precio de ABC fuese a \$75.- la siguiente semana, podríamos vender más acciones. Esto nos permitiría recomprar las acciones si el precio de ABC bajase antes del vencimiento de la opción. Cuanto más veces podemos realizar un "delta hedge" de la opción —o “hedgear” dinámicamente la opción— más ganancia podremos realizar. Cada vez que realizamos una ganancia, ayudamos a pagar el precio de la opción. Si **tuviésemos** una opción y efectuamos un "delta hedge" de la misma, generaremos dinero en la medida que el precio de la subyacente suba. Si tuviésemos una opción y efectuamos un "delta hedge" de la misma, generaremos dinero también en la medida que el precio del subyacente baje

No obstante, lo dicho es necesario realizar el "delta hedge" de manera consistente para realizar la ganancia. Al final del día solo será posible realizar las ganancias; después de haberlas realizado en una proporción mayor a la prima pagada por las opciones

Cuanto más se muevan los precios de los subyacentes —a la suba o a la baja—, más alta es la probabilidad de realizar ganancias productos del “delta hedging” Por el contrario, si vendiésemos una opción y realizásemos un delta "hedge", perderíamos dinero si el precio

del subyacente subiese. También, si vendiésemos una opción y realizásemos un delta "hedge", perderíamos dinero si el precio del subyacente bajase

Al final del día solamente generaremos dinero si las primas cobradas por las ventas de las opciones son mayores a las pérdidas originadas por el delta "hedging"

El entendimiento del concepto de "delta hedging" permite comprender la forma en que las opciones son valuadas. Si compramos una opción, entonces estamos sosteniendo que haremos dinero dinámicamente alrededor de la misma por lo cual pagaremos una prima. Si por el contrario la vendemos, entonces estamos sosteniendo que haremos dinero por las primas cobradas que superen las pérdidas que nos genere el "hedge" dinámico —o delta—

Uno de los factores determinantes en el precio de la opción es la volatilidad. Es importante destacar que el concepto de delta "hedging" no es utilizado por aquellos participantes que pretendan realizar un "hedge" de cobertura, como por ejemplo un productor de algún "commodity". En este caso al lanzar o vender una opción no tendrá necesidad de efectuar un "delta hedge" por cuanto ya es poseedor del subyacente —lo produce— y para el caso de ser ejercido, tiene el subyacente para responder o reiniciar el ciclo de toma de posiciones.

A modo de cierre de este punto, se hace hincapié en la importancia del mismo dado que, de acuerdo a las normas del Impuesto a las Ganancias (IG), el tratamiento a dispensar será distinto según sea la finalidad de las operaciones (de cobertura o especulativa) con derivados financieros.

3.1.10.- Operaciones de cobertura con instrumentos derivados financieros

Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor depende del valor de otro. A través de estos instrumentos se traspasan los riesgos de la operatoria de la empresa como por ejemplo el de la exposición a riesgos financieros por cambios de la tasa de interés, precio de los bienes o de las monedas. En el caso de las opciones, en contraposición a los contratos de futuros o contratos a término, el comprador no tiene la obligación de comprar los bienes objeto del contrato. Paga una prima al vendedor o al comprador según el caso (put – call), quien deberá cumplir con su compromiso a requerimiento del comprador.

3.1.11 Diferentes tratamientos en la legislación comparada y Argentina de las operaciones de cobertura "hedge"

Este tipo de operaciones se llevan a cabo con la finalidad de manejar el riesgo y en consecuencia, reducir los costos de una transacción, cubriendo activos que negocia el

operador¹¹ No muchos países cuentan con normas regulatorias al respecto.

Por ejemplo para la **legislación australiana** existe cobertura cuando la cantidad de bienes cubierta por el contrato a futuro está en relación con la producción estimada y la subsiguiente venta de los bienes son de la misma especie de los cubiertos por el “hedge”.

Para la **legislación británica** constituyen operaciones de cobertura aquellas económicamente apropiadas para limitar el riesgo de la operación principal subyacente y las que la fluctuación de precio de los derivados que cubra el “hedge” esté vinculada en forma directa y demostrable con los bienes cubiertos, pues admite que se haga contra un “portfolio”. La legislación española dispone que la partida objeto de la misma exponga efectivamente algún tipo de riesgo, que el contrato de futuros y/u opciones pueda reducir dicho riesgo y que ambas operaciones estén identificadas explícitamente desde el nacimiento de la cobertura. Es importante destacar que los ejemplos que cita la doctrina no son taxativos, es decir, cada una de sus apreciaciones ayuda a la definición pero no la determinan.

Para la **legislación argentina**, el artículo 19 de la Ley de Impuesto a las Ganancias argentino define como una "operación de cobertura" la que tiene por objeto reducir el efecto de las futuras fluctuaciones en precios o tasas de mercado, sobre los resultados de la o las actividades económicas principales". De lo transcrito puede observarse que el tratamiento a dispensar a los quebrantos aludidos depende de que las operaciones que los generen se consideren o no de cobertura de acuerdo a la definición dada por la propia ley, y que para considerarlas así su objeto debe ser la reducción de las posibles fluctuaciones de los precios o tasas comprometidos, como es lógico inferir, de las bajas o aumentos en caso de precios o tasas a recibir o de las subas en caso de precios o tasas a pagar o cobrar.

3.1.12.- Concepto cobertura relacionado con posiciones abiertas y cerradas de los contratos de Futuros.

Para comenzar a analizar el tema definiremos cuando nos encontramos en una posición abierta y cuando en una cerrada y como las mismas se relacionan con las coberturas vendedora y compradora. Es clave tener en cuenta que la cobertura en futuros es una herramienta empleada para minimizar el riesgo que se produce cuando las cotizaciones se mueven en forma adversa.

¹¹ Julián Martín “Tratamiento impositivo de operaciones financieras” KPMG – Pág. 103.

Vamos a tener dos tipos de cobertura: una vendedora y otra compradora. Nos encontramos ante una cobertura vendedora cuando se trata de proteger el precio de una venta del bien, que se realizara con posterioridad, es decir cuando se teme una caída futura del precio de ese bien. En cambio podemos hablar de cobertura compradora cuando se busca establecer el precio de una compra de un bien que se efectuara posteriormente, es decir, se teme un aumento de las cotizaciones.

Los contratos de futuros en principio tienen dos formas de liquidación:

- Anticipadamente
- Cumplimiento del contrato
- Luego podemos encontrar una excepción a esta segunda: *Cash Settlement*.

Estas formas de liquidación son las que se llaman posiciones abiertas o cerradas, siendo la excepción una variante de la posición cerrada.

Del análisis surge, en el caso de una posición abierta, quien asumió la posición vendedora puede cancelar su compromiso simplemente comprando un contrato equivalente. La diferencia que pueda darse entre los precios de ambas operaciones representa la ganancia o pérdida de la operación. Luego que se canceló el contrato, el mercado devuelve los importes depositados en concepto de márgenes iniciales a la vez que se hace entrega de las ganancias resultantes de la operación o debita la pérdida. Cuando se habla de márgenes iniciales se refiere a la suma de dinero que los operadores deben entregar en concepto de garantías cada vez que toman posición en algún contrato de futuros. La posición cerrada se establece a través de la entrega o recepción física de la mercadería, en el mes y destino contratado. Caducan con el simple paso del tiempo, respetando su vencimiento. Como dijimos anteriormente hay una excepción a esta posición, son los contratos “cash settlement”, donde no existe la entrega sino que los contratos siempre son ajustados por liquidación en efectivo (se liquidan por diferencias de precios). El “hedge dinámico” es el proceso de adecuación permanente de las posiciones de “hedging” a las nuevas condiciones de mercado. No sólo incumbe a los movimientos de mercado sino también a la visión respecto del mismo y al consenso de cómo administrar una política de riesgos

3.2.- Derivados negociados en mercados

Cuando se aborda el tema de los mercados de futuros se puede hacer desde el punto de vista del que busca una cobertura o desde el punto de vista de un inversor. La definición de

contrato de futuro nos habla de un compromiso a entregar o recibir mercadería, pero cuando este compromiso se puede desligar con la cancelación del mismo sin que ocurra la entrega, o el recibo, la venta, o la compra, tal como lo define el diccionario no ocurre. Si a esto le agregamos que el 90% de las operaciones, en nuestro país, se cancelan sin entrega mucho menos podemos asociar a estos mercados a la comercialización. Estos mercados son cobertura de precios. Sostenemos que existe una doble intención en el comportamiento de quienes celebran contratos de futuros, por un lado la propia cobertura que es el objeto de la utilización de este tipo de instrumentos, y por otro fines especulativos aunque éste punto sea muy difícil de probar. Quizás una pista para comprobar lo mencionado, sea analizar si los volúmenes negociados en los contratos son los que hacen a la actividad normal de la empresa o bien se incluyen cantidades y productos que pueden disimular otro tipo de operaciones. Resulta curioso, pero resulta razonable suponer que en ciertas ocasiones cuando se toman coberturas en un mercado de futuros y se pierde, quién celebra dicho contrato debe estar “satisfecho”. Cuando se realiza una cobertura de venta el motivo es resguardarse ante una eventual caída en los precios. Por el contrario, cuando se realiza una cobertura de compra el motivo es resguardarse ante una eventual suba en los precios. Si los precios promedio son peores implica que las operaciones de cobertura aseguran beneficio. Un Ejemplo: Cuando se realiza una cobertura de venta comprando un Put el motivo es resguardarse ante una eventual caída en los precios. Entonces por ejemplo si el precio del trigo está por debajo del precio del Put se obtiene utilidad con nuestra operación de cobertura. Por ende el precio de venta resulta ser el mínimo que se obtiene por la compra de la opción. Por el contrario cuando los precios del trigo son mayores al precio del Put se obtiene pérdida con nuestra operación de cobertura, pero el precio de venta resulta ser mayor a medida que el precio del trigo aumenta. Por este motivo, decimos que el vendedor debería estar “satisfecho”.

3.2.1.- Tipos de mercados

Los IFD se negocian en dos tipos de mercados, que se organizan de formas distintas. Por un lado se encuentran los institucionalizados, y por otro lado, aquellos que no se encuentran formalmente regulados, denominados mercados OTC¹². Y al mismo tiempo, dentro de cada

¹² Acrónimo de la expresión inglesa “over the counter”, utilizada para identificar aquellos en donde se negocian contratos no estandarizados.

uno de estos mercados se puede identificar la negociación de dos segmentos distintos: derivados no financieros y derivados financieros. En ambos segmentos se negocian indistintamente contratos de futuros o forwards, contratos de opciones y swaps, sobre productos financieros o materias primas dependiendo del segmento de mercado en donde nos encontremos.

En los mercados institucionalizados, los contratos de derivados se encuentran previamente definidos en todas sus cláusulas. Esto implica que un contrato de opciones sobre dólar, por ejemplo, va a tener previamente a su negociación, establecida la unidad de negociación, la cotización del subyacente, la moneda de negociación, el vencimiento y último día de negociación, los márgenes de garantía, la fluctuación mínima de prima, la forma de liquidación y los lugares de negociación y liquidación. La única variable que podrán manejar

los agentes intervinientes en la negociación de dicho contrato es el precio de la prima, que fluctuará libremente de acuerdo a la ley de oferta y demanda. En este tipo de mercados, los precios son públicos como así también las condiciones de cada uno de los contratos negociados, a diferencia de los mercados que no se encuentran institucionalizados (OTC) en donde las cláusulas que se especifican son pactadas entre las partes. Como consecuencia de esto, se entiende que cada contrato se adecua a las necesidades específicas de cada inversor.

Por ello, en este último caso es mucho más complicado transferir la posición comprada o vendida, a menos que haya una cláusula específica que lo estipule, ya que para realizar tal operación se deberá encontrar una contraparte dispuesta a aceptar los términos de un contrato diseñado para cubrir las necesidades de otros sujetos.

Esto no sucede en los mercados donde los contratos son estandarizados ya que para cerrar una posición se deberá efectuar la operación contraria a la concertada inicialmente. Sin embargo, tal acción no estará exenta de consecuencias, puesto que el precio de los contratos no permanece invariable, sino que su cotización fluctúa cada día y consecuentemente, con el cierre de posición, seguramente se incurra en pérdidas o ganancias.

A continuación se esquematizan las principales diferencias entre estos dos mercados:

Mercados de Futuros y Opciones	Mercados OTC
Productos estandarizado: - Futuros - Opciones - Swaps	Productos no estandarizados: - Forwards - Swaps - Opciones
Rueda electrónica o de "viva voz"	Generalmente telefónicos
Sujetos a regulación gubernamental específica	Generalmente no sujetos a regulación gubernamental específica
No existe "bilateralidad", hay una Cámara Compensadora (ClearingHouse) que es contraparte central de todos los participantes	Las relaciones jurídicas son bilaterales entre los participantes
Sistema de Garantías	Riesgo Crédito

3.2.2.- Mercados donde se comercializan los instrumentos derivados financieros en Argentina

Antes de adentrarnos en los tipos de mercados institucionalizados en la Argentina, comentaremos algunos de los elementos elegidos para estandarizar los contratos derivados. Los productos elegidos como subyacentes, sus calidades y cantidades negociadas, son claves para los éxitos de un mercado. Ello en virtud de que el éxito de un mercado depende del éxito de sus productos, vale decir, los contratos derivados negociados en bolsas en su ámbito por sus productos, vale decir, los derivados negociados en su ámbito por sus miembros. En otras palabras, si existe un interés en negociar los productos que se operan, ese mercado será un éxito. Es entonces del mayor interés determinar las características que debe tener un activo para ser un buen subyacente de un derivado, algunas de estas son: la disponibilidad del producto en la zona de influencia del mercado, facilidad de almacenaje, suficiente oferta y demanda, posibilidad de estandarización, volatilidad de los precios, habilitación de lugares de entrega física y fácil obtención de la información.

Los mercados de derivados más importantes en Argentina:

En Argentina conviven dos mercados de derivados: Ambos tienen más de 100 años de operatoria

- El Mercado a término de Buenos Aires MATBA
- El Mercado de Rosario.ROFEX.

MATBA: Es una entidad que registra y garantiza operaciones de futuro y opciones. Es una institución que brinda transparencia ya que hace visible ante los ojos de todos que no

existen manipulaciones o preferencias. La manera de establecer los precios es a “viva voz” ya que dentro del recinto, compradores y vendedores negocian siendo escuchados por todos. Otro punto importante es que no comercializa el producto, si así lo hiciera ¿qué transparencia tendría si el MATBA fuera juez y parte en las operaciones? Creemos que frente a las fluctuaciones constantes de los precios, no sólo por la inestabilidad económica, otras veces por medidas políticas que pueden generar incertidumbre o bien por el propio mercado agrario en el que hay factores que tienen especial importancia y que son imposibles de predecir, tales como lo es por ejemplo el clima, es de suma importancia la existencia de los futuros, operados a través del MATBA. Podemos decir entonces, que una entidad con estas características es muy importante para evitar manejos “oscuros” y que exista confianza en las operaciones, punto de relevancia para los inversores de nuestro país. Además, el MATBA recibe, procesa y difunde todo tipo de información local e internacional sobre las distintas variables que inciden en la conformación de los precios de los productos que cotiza, permitiendo una mejor toma de decisiones.

Quiénes pueden operar en el MATBA: Los únicos que pueden registrar operaciones en el MATBA son los accionistas del mismo, quienes deben cumplir con todas las reglas establecidas por el mercado. Cualquier violación a las mismas lo hará pasible de severas sanciones o resultar incluso en la suspensión o la revocación de los privilegios para operar. Para ser accionista del MATBA es requisito indispensable ser socio de la Bolsa de Cereales de Bs. As., además deberá ser aceptado por el Directorio. Cada accionista no puede ser titular de más de tres acciones. Entre una sociedad, sus miembros, gerentes, apoderados y empleados, no podrán tener más de ocho acciones. Quienes no sean accionistas del MATBA podrán registrar operaciones a través de los mismos, siempre y cuando estos estén autorizados a registrar operaciones por cuenta y orden de terceros. Por ej. Corredores, etc. El MATBA no influye en el proceso de formación de precios, no es ni comprador, ni vendedor de contratos; estas funciones están reservadas a los operadores que representan la oferta y la demanda.

Los sujetos participantes pueden ser clasificados en dos categorías:

Cubridores o Hedgers: son los que buscan cubrirse ante cambios desfavorables de los precios, tomando una posición en el mercado de futuros que sustituya temporariamente a la compra o venta de la mercadería. Pueden ser productores, exportadores, industriales.

Especuladores: inversores que quieren lograr una ganancia anticipándose a los cambios de precios de la mercadería. Asumen el riesgo que los cubridores desean eliminar. Proporcionan liquidez al mercado.

Detallaremos algunos puntos importantes de este tipo de mercado:

- Según la solvencia de cada operador se le otorga un tonelaje máximo hasta el cual puede registrar a su nombre. Por cada operación girada obliga a depositar un determinado monto en dinero como garantía llamado “margen”.
- Todas las ofertas de compra y venta se efectúan en voz alta, especificándose producto, mes de entrega y precio. La calidad esta predeterminada según los estándares de la cámara arbitral.
- Los precios de cada operación concretada son trasladados a la pizarra.
- Diariamente, al finalizar la rueda de la mañana, del precio comprador y vendedor que se fijó en cada posición, se extrae un precio promedio que se denomina precio de ajuste. Se obliga a depositar la diferencia que se genere entre el precio de ajuste y el de la operación registrada.
- De esta manera quedan amparadas las oscilaciones que se producen en los precios. Al liquidarse la operación el mercado devuelve el margen depositado y la diferencia.
- En las operaciones con opciones, el mantenimiento de garantías es únicamente para los vendedores de opciones.
- En el caso del CALL, los vendedores deben reponer diferencias si la cotización del producto en el mercado de futuros es superior al precio del ejercicio de la opción. En el caso del PUT, hay que cubrir diferencias mientras la cotización este por debajo del precio del ejercicio.
- Los compradores deben depositar con su corredor, la prima de la opción (ese dinero va a parar a manos del vendedor de la opción). No depositan garantías.

El MATBA es una de las plazas más importantes de la región en la negociación de derivados agrícolas y la primera de Argentina. La evolución en la operatoria de contratos agrícolas en el MATBA mostraba hasta el 2007 una recuperación notable. Porque desde el año 1998 hasta 2001 se venían manejando niveles de operatoria muy elevados, es en el año 2002, debido a la crisis que había surgido a fines del año 2001, lo

que provocó fuertes bajas que se hicieron sentir en los mercados¹³.

Luego de esa baja, los volúmenes negociados venían recuperándose en forma constante, con un pico durante el año 2012.

Mercado de futuros y opciones (MAFO)

Un *mercado de futuros y opciones* es una entidad privada cuyo objetivo es organizar, registrar, garantizar y liquidar la negociación de contratos de futuros y opciones.

Algunos de ellos cuentan con una cámara compensadora anexa, que cumple algunas de las funciones mencionadas y que generalmente está constituida bajo la forma de una sociedad anónima. Los *mercados de futuros y opciones* surgen para mejorar las prácticas de comercialización de los participantes de la cadena comercial de granos. De hecho, los primeros mercados de futuros y opciones fueron agropecuarios, y posteriormente, comenzaron a surgir en el mundo los mercados de futuros y opciones financieros.

De una manera formal, la CNV los define simplemente como aquellos mercados en los cuales se negocian futuros y opciones, ya sea en forma exclusiva o conjuntamente con otros productos (¹⁴). Asimismo, el mencionado organismo estableció una serie de requisitos para el funcionamiento de estos mercados, entre ellos: 1. Constituirse bajo la forma de sociedades anónimas; 2. Contar con una estructura administrativa adecuada para el desempeño de sus funciones; 3. Actuar como entidades autorreguladas; 4. Acreditar un patrimonio superior a \$500.000 (quinientos mil pesos)¹⁵.

Mercados particulares de productos financieros

En la República Argentina se encuentran operando tres mercados donde se negocian contratos de futuros y opciones de productos financieros:

- El Mercado a Término de Rosario S.A. (también conocido por el nombre de ROFEX, acrónimo de su denominación en idioma inglés: Rosario Futures Exchange y donde también se negocian derivados agropecuarios),
- El Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval);
- El Mercado Abierto Electrónico,

¹³ www.matba.com.ar

¹⁴ Según consta en el artículo 1° del Libro N° 8 de las Normas Ordenadas de la CNV.

¹⁵ Como consecuencia del requisito de autorregulación de los mercados, es atribución de los mismos, y no de la CNV, la definición de las condiciones de negociación, registración y liquidación de los contratos de futuros y opciones así como también de establecer las personas habilitadas para la negociación de los referidos contratos.

- Efectuamos a continuación una breve reseña de las operaciones autorizadas para su negociación.

Mercado a Término de Rosario (ROFEX)

El 19 de noviembre de 1909 se crea el Mercado General de Productos Nacionales de Rosario de Santa Fe, antecesor del Mercado a Término de Rosario S.A. Actualmente, el ROFEX es una sociedad anónima y un mercado autorregulado asociado a la Bolsa de Comercio de Rosario, donde se desarrollan operaciones de derivados sobre productos financieros y también sobre productos agropecuarios.

En el mismo pueden participar operadores individuales, que están autorizados a negociar los distintos productos ofrecidos únicamente por cuenta propia y los denominados “operadores ROFEX”, quienes podrán negociar por cuenta propia y de terceros.

Todas las operaciones cursadas por agentes ROFEX e individuales se realizan, a partir de 1998, en forma electrónica. Una de sus particularidades es que posee una Cámara Compensadora independiente del mercado. Como consecuencia de esto, los agentes que se encuentren autorizados por el Rofex para operar, deben estar inscriptos en la Cámara Compensadora para realizar las operaciones concertadas o efectuarlas a través de un agente inscripto en dicha cámara. Entre las operaciones de opciones sobre productos financieros podemos encontrar: Opciones sobre contratos de futuros de Dólar, Dólar EMTA euro, real y Títulos Públicos Nacionales. Además se pueden realizar operaciones de opciones sobre los siguientes productos agropecuarios: futuros de Soja, Maíz, Trigo y futuros sobre Índices Rosafé de Maíz, Trigo y Soja. En especial, se destaca el Índice Soja Rosafé (ISR), el cual constituyó el primer instrumento con liquidación por diferencia de precios (cash settlement) y no contra entrega del producto como era habitual en el mercado.

Mercado Abierto Electrónico (MAE)

El Mercado Abierto Electrónico (MAE) es una entidad autorregulada, que nació en el año 1989. Las entidades que forman parte de este mercado son bancos privados de capital nacional, bancos extranjeros, bancos nacionales, bancos provinciales, bancos municipales, bancos cooperativos, compañías financieras, casas de cambio y agentes puros. Este mercado presenta la posibilidad de realizar operaciones en las distintas ruedas habilitadas. Los derivados financieros como futuros y swaps pueden ser concertados en este mercado, a través de la rueda OCT (Operaciones Compensadas a Término), entre los agentes

autorizados, en donde también se registran y liquidan los distintos tipos de activos subyacentes como ser moneda extranjera, tasas e índices, y en donde la modalidad de negociación implica que no habrá entrega del subyacente al momento de la liquidación, sino que ésta se realizará mediante el pago en efectivo de la diferencia entre el precio a término pactado en la operación y el precio del subyacente en la fecha de liquidación.

Otra de las particularidades de este mercado es que las posiciones son compensadas en forma diaria en pesos argentinos. Esto implica que cada posición es valuada al final del día de operaciones y se compensan todas las posiciones vigentes, debiendo cada parte integrar los montos netos negativos. Todas las operaciones negociadas son realizadas por el sistema electrónico denominado SIOPEL (sistema de operaciones electrónicas). Al término de cada jornada de operaciones, el MAE procederá a valorar a mercado (*mark to market*) cada operación a término de acuerdo a la variación operada entre los precios al contado y los precios futuros.

De resultar la diferencia un número positivo, la parte compradora deberá pagar a la parte vendedora el importe resultante de dicha valuación, mientras que si el referido importe resultase un número negativo, la parte vendedora será quien deba pagarlo a la parte compradora.

Cámaras compensadoras

Desde la creación de los *mercados de futuros y opciones*, una de las principales preocupaciones de quienes los conducen radica en cómo garantizar el fiel cumplimiento de los contratos realizados en el recinto, dado que compradores y vendedores no se conocen. A tales efectos, es que se formalizaron las operaciones de *clearing* y comenzaron a desarrollarse a través de una entidad denominada “*cámara compensadora*”.

A la *cámara compensadora* de los *mercados de futuros y opciones* se la podría definir como **la entidad que tiene por objeto garantizar el cumplimiento de todos los contratos realizados**. A tal fin, efectúa las operaciones de liquidación de los contratos de futuros negociados en los mercados. Todos los días los mercados tienen que llegar a una “suma cero”, esto significa que a cada operación concretada de compra le corresponde una contraparte de venta y viceversa. Sus principales funciones son:

- Liquidación de las operaciones de futuros y opciones.
- Administración del sistema de márgenes.
- Garantía de cumplimiento de las operaciones.
- Contraparte jurídica en cada contrato del comprador y vendedor.

Si bien los mercados de futuros y opciones tienen una muy estrecha relación con la cámara compensadora, ambas instituciones no cumplen la misma función, ya que la función más importante cumplida por la cámara, y que constituye la característica que la distingue de los mercados de futuros y opciones, es la de interponerse a sí misma como contraparte de todo contrato negociado, convirtiéndose de este modo, en la compradora legal de cada contrato que es vendido y en la vendedora legal de cada contrato que es comprado (principio de sustitución). En un sentido práctico, la *cámara compensadora* asegura el cumplimiento de los contratos, recibiendo los valores que deben intercambiarse las partes y transfiriéndolos posteriormente de acuerdo a las condiciones de los contratos.

Todo mercado de futuros tiene una *cámara compensadora* la cual registra y compensa toda transacción efectuada en él, si bien pueden darse dos situaciones:

- Que la cámara compensadora funcione como una entidad independiente, tal como sucede con el Mercado a Término de Rosario, donde la entidad que la ejerce es Argentina Clearing House S.A. (también conocida como ACH); o
- Que sea el propio mercado el que asuma las funciones de la misma, según sucede en el Mercado de Valores de Buenos Aires y en el Mercado Abierto Electrónico, si bien este último utiliza en el proceso de compensación los servicios del Mercado de Valores de Buenos Aires y de Interbanking S.A.

Las operaciones de opciones se encuentran incluidas dentro de las Normas del MAE aprobadas por la CNV (Art. 79 a 81), pero las mismas no fueron reglamentadas por este mercado, motivo por el cual no se registran en el sistema electrónico administrado por la entidad las operaciones de opciones realizadas por sus agentes.

Sin embargo, las operaciones de opciones en títulos públicos pueden ser realizadas en otros mercados, o en términos bilaterales mediante un contrato privado suscripto entre partes.

En el primero de los casos, los agentes del MAE actuarán como comitentes de otro intermediario financiero autorizado para operar en el mercado correspondiente.

La otra variante resulta de interés ya que, si bien no se registra en las operaciones del mercado el contrato de opción celebrado, es posible verificar su ejercicio cuando se proceda a transferir el activo subyacente objeto del mismo.

Debido a las medidas implementadas para evitar oscilaciones bruscas en las cotizaciones de los distintos activos financieros, la única posibilidad de ingresar precios por fuera de una banda preestablecida es hacerlo bajo la forma de un ejercicio de opciones.

De esta manera, cuando se registre una transferencia de un título valor a precios alejados de los vigentes en plaza puede inferirse que se trata del ejercicio de un contrato de opción celebrado entre partes.

Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL)

El mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL), es una sociedad anónima fundada en el año 1929, bajo el nombre de “Mercado de Títulos y Cambios”, adquiriendo su denominación actual en el año 1950. Sus principales funciones se encuentran relacionadas con la regulación, coordinación e implementación de las distintas operaciones acerca de títulos privados y públicos, como así también de aquellas operaciones que se celebren a plazo.

En cuanto a las operaciones con derivados, la mayor parte de las negociaciones corresponden a opciones sobre acciones, aunque también se encuentra autorizada a negociar el futuro de dólar, bajo la forma de contratos denominados INDOL o DOMAY, si bien el volumen de operaciones registrado en los últimos años respecto de estos productos financieros ha sido nulo o de muy escasa significatividad.

Los intermediarios, conocidos comúnmente como “agentes de bolsa”, son aquellas personas autorizadas para la negociación de futuros y opciones por los respectivos mercados.

Es decir que para desempeñarse como intermediario en los mercados de futuros y opciones es requisito previo e indispensable el haber sido autorizado por el propio mercado en el que se va a actuar.

Haciendo la salvedad de la calidad de entidades autorreguladas que deben guardar los mercados, las normas de la CNV establecen que los mercados deben exigir a sus intermediarios al menos los siguientes aspectos:

- Una adecuada organización e infraestructura técnico-operativa para realizar negociaciones.

- La aprobación de un examen de idoneidad para realizar negociaciones.
- La separación de los activos propios de los de sus comitentes.
- Una gestión de riesgo adecuada para monitorear las posiciones abiertas propias y de sus comitentes.

Asimismo, según se desprende de las condiciones antedichas, los agentes se encuentran habilitados para operar tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros.

En el Mercado a Término de Rosario existe, sin embargo, una distinción entre los llamados “Agentes”, que se encuentran habilitados para realizar ambas clases de operaciones y los “Operadores Individuales” quienes solamente pueden realizar operaciones por cuenta propia.

Las normas de la CNV prevén que los mercados puedan autorizar una categoría de Agentes no Compensadores, es decir intermediarios que, siendo miembros del Mercado, no lo son de la cámara compensadora.

Dado que las operaciones se liquidan indefectiblemente a través de esta entidad, los agentes no compensadores están obligados a liquidar las mismas por intermedio de un Miembro Compensador, para lo cual deberán suscribir un convenio con uno de estos últimos.

3.2.3.- Los instrumentos financieros derivados en el exterior

Una de las causas del desarrollo de los IFD a nivel mundial fue la internacionalización del comercio y el crecimiento de la globalización de los mercados, en especial de los financieros.

Consiguientemente se fueron desarrollando en los distintos países mercados en donde se pudiera negociar este tipo de contrato, ya fueran éstos organizados o no.

Los mercados pioneros en negociar IFD fueron los de Estados Unidos de América, específicamente en la ciudad de Chicago en donde se crearon el Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME) y Chicago Board and Options Exchange (CBOE), primer mercado mundial organizado en el que se negocian opciones sobre acciones. Posteriormente se fueron desarrollando los mercados de derivados de futuros y opciones, en Europa, Asia y Sudamérica¹⁶.

¹⁶ Una característica común a todos los países que han implantado mercado de productos derivados ha sido el éxito en cuanto a los volúmenes de contratación, que han crecido en forma exponencial, superando en muchas

En el plano internacional, existen diversas asociaciones cuyas actividades sirven de referencia para las operaciones llevadas a cabo por los operadores de derivados en los distintos mercados internacionales, ya sean regulados u OTC.

En los mercados no organizados, la ISDA (International Swaps and Derivatives Association) establece contratos marco globalmente utilizados en operaciones de swaps, opciones, y forwards. El objetivo de esta organización, a la que adhieren empresas e instituciones financieras de todo el mundo, es el de manejar en forma eficiente los riesgos financieros de mercado inherentes a sus actividades principales.

Los contratos ISDA, adicionalmente a las cláusulas preestablecidas incluyen un Anexo en donde las partes terminan de definir a que cláusulas adhieren y en el que se adicionan todos aquellos aspectos que ellas consideren relevantes para su operación.

3.2.4.- Los instrumentos financieros derivados en Argentina

La historia de los IFD en la República Argentina se encuentra estrechamente relacionada al auge del modelo agroexportador, que caracterizó al país durante los siglos XIX y XX.

En un inicio, estos mercados estuvieron destinados a negociar productos agropecuarios al contado. Pero al ir incrementándose el volumen de operaciones y ante la falta de protección a las variaciones de los precios, se hizo necesario implementar contratos que pudieran ofrecer cierto grado de cobertura ante estas variaciones. Surgieron así los contratos a futuro, tanto para las compras como para las ventas, junto con las sociedades encargadas de la organización, liquidación y garantía de los contratos negociados. Como ejemplo de esto encontramos al Mercado a Término de Buenos Aires y de Rosario.

Estos mercados se fueron desarrollando de acuerdo a la evolución de los mercados de derivados en el mundo. Sin embargo, sobre todo a partir de la década del treinta, se implementaron en la República Argentina, políticas intervencionistas por los gobiernos de turno que afectaron los volúmenes operados y el normal funcionamiento de estos mercados. Recién en la década de los noventa, con la desregulación del sector agrario y la posibilidad de operar en dólares estadounidenses, hubo un principio de reactivación de los mercados de

ocasiones a los volúmenes de contratación de los respectivos productos subyacentes que se negocian al contado.

derivados revirtiéndose los volúmenes operados en materia de derivados financieros que fueron superando paulatinamente a aquellos derivados sobre productos agrícolas.

Si bien en el país no existe una ley de derivados, los contratos de derivados negociados en mercados no institucionalizados se encuentran sistematizados y homogeneizados por la Asociación de Derivados de Argentina (ADA).

Estos contratos son similares a los establecidos en ISDA (International Swaps and Derivatives Association), entidad que nuclea a distintos países en los que se negocian derivados estandarizando los contratos utilizados.

3.3.- Características de los contratos de los instrumentos derivados financieros en especial las opciones

Las opciones son contratos por los cuales una de las partes adquiere el derecho, a comprar (o a vender) una determinada cantidad de un bien, en una fecha establecida, a un precio también fijado y pagando por ello una determinada suma de dinero a su contraparte, la cual tendrá la obligación de vender (o comprar) el bien en las condiciones pactadas.

A fin de facilitar la comprensión del presente estudio sectorial, es conveniente efectuar previamente algunas aclaraciones acerca de la terminología propia de los contratos de opciones:

- Lanzamiento: Es el acto por el cual se emite un contrato de opciones. Quien vende el derecho que conlleva el antedicho contrato se denomina “lanzador” y su contraparte adquirente del citado derecho) es el “tomador” o “titular”.
- Prima: Es el precio por el cual el “lanzador” le vende una opción al “tomador” o “titular”.
- Activo subyacente: Es el activo sobre el cual se efectúa el contrato.
- Precio de ejercicio: Es el precio fijado en el contrato al cual el titular tendrá el derecho de comprar o vender cada unidad del activo subyacente.
- Ejercicio: Es el acto formal por el cual el titular o tomador hace uso del derecho adquirido.

Ejemplo para ilustrar lo señalado

El sujeto A le adquiere al sujeto B una opción de compra de 100 acciones de la compañía “Alfa S.A.” a \$0,05 cada una, cuyo precio de ejercicio es \$1,10 y su fecha de ejercicio 20

de mayo. Coloquialmente, significa que A decidirá en esa fecha si efectúa o no la adquisición de las acciones, para lo cual ha pagado previamente \$0,05 en concepto de prima. Esta decisión (el “ejercicio”) se tomará sobre la base del valor de cotización de “Alfa S.A.” a la fecha estipulada. Si, por ejemplo, ésta registra un valor de \$1,50, será conveniente para A ejercer la opción, ya que estaría comprando a \$1,10 una acción cuyo valor de mercado es de \$1,50. En cambio si la cotización fuese de \$0,90 entonces A no ejercería la opción y no se realizaría transferencia de bienes ni liquidación alguna, soportando únicamente la pérdida devenida del pago de la prima, es decir \$0,05 por cada acción. De lo expuesto surge que, en el caso de ser ejercidos, este tipo de contratos generan siempre un resultado positivo a favor del tomador, el cual se origina en la diferencia entre el precio de ejercicio y el de mercado, al cual habrá que deducir el monto de la prima pagada al inicio del contrato; situación que implica de modo simétrico un resultado negativo por el mismo importe para el lanzador de la opción. Continuando con el ejemplo, en el caso de ejercer la opción, el sujeto A obtendrá una ganancia (y el sujeto B una pérdida) de \$35, cifra que resulta del siguiente cálculo:

Resultado = (Precio de mercado – Precio de ejercicio – Prima) x Cantidad

$$35 = (1,50 - 1,10 - 0,05) \times 100$$

En el supuesto que no se ejerza la opción, quien obtendrá una ganancia será el sujeto B (con la consecuente pérdida para el sujeto A), la cual consistirá exclusivamente en el importe percibido en concepto de la prima por la opción vendida o “lanzada”.

Deben tenerse en cuenta, consecuentemente, dos elementos a partir de los cuales se obtendrá el resultado final de un contrato de opciones: el precio del contrato (denominado “prima”) y el resultado del contrato en sí mismo.

La cuantificación del resultado no ofrece demasiadas dificultades, en tanto y en cuanto el precio de la prima debería surgir explícitamente al momento del nacimiento del contrato de opción.

3.3.1.- Clasificación de opciones. Según los derechos que otorguen

Existen dos clases principales de opciones según el tipo de derechos que cubren:

- **Opciones de compra o “call”:** Son aquellas que otorgan al titular el derecho a comprar al lanzador los activos subyacentes objeto de la opción. El ejemplo desarrollado en el punto anterior ilustra el funcionamiento de este tipo de opciones.
- **Opciones de venta o “put”:** Son aquellas que otorgan a su titular el derecho a vender el activo subyacente en las condiciones previstas en el contrato.

Los derechos y obligaciones que se desprenden de estas clases de opciones se resumen en el cuadro que se expone seguidamente:

Tipo de	Tomador	Lanzador
Call	Derecho a comprar	Obligación de vender
Put	Derecho a vender	Obligación de comprar

Puede observarse que el tomador de las opciones (cualquiera sea la clase de la misma) siempre ejerce un derecho, en tanto que el lanzador siempre tiene una obligación.

Si bien los contratos de “call” y “put” son los tipos más comunes de opciones, también existe otro grupo de estos instrumentos financieros denominados genéricamente “opciones exóticas” y que comprende a aquellos contratos con cláusulas de ejercicio y cálculo del resultado distinto a las descriptas¹⁷.

3.3.2.-Según el momento en que pueden ser ejercidas

Atendiendo al momento en que puede ejercerse el derecho que otorgan las opciones, éstas pueden clasificarse en americanas o europeas.

- **Las opciones de tipo americano** son aquellas que pueden ejercerse en cualquier momento del plazo del contrato.
- **Las opciones de tipo europeo** son aquellas en que el ejercicio puede efectuarse únicamente el día de su vencimiento.

¹⁷ En virtud a la diversidad de formas que pueden adoptar estos contratos y a la escasa frecuencia con que son observados, no se efectuará un análisis de los mismos en el presente estudio sectorial, aunque se aclara que su negociación se efectúa en los mercados OTC, es decir fuera de los mercados institucionalizados.

3.3.3.- Según su garantía

Respecto de las opciones negociadas en mercados institucionalizados, también puede establecerse una distinción entre lanzamientos cubiertos o descubiertos. En el primero de ellos, el lanzador se obliga a cumplir con el derecho que la opción otorga al titular, depositando como garantía el activo subyacente, mientras que en el segundo lo hace sin depositar el activo subyacente.

La figura del lanzador descubierto siempre se aplica a aquellos sujetos que lancen opciones de venta, ya que su obligación es comprar un activo y no venderlo.

En el caso de opciones de compra, esta modalidad es optativa para los lanzadores, aunque como se expondrá más adelante, los mercados exigen garantías en efectivo o en otros activos ante la ocurrencia de esta clase de operaciones.

3.3.4. Medición de un contrato de opciones

En este punto se reflejará el momento conveniente para hacer uso de la opción desde el punto de vista del tomador.

Cuando se expone el resultado no significa que se haya obtenido una pérdida o una ganancia, sino que se trata de demostrar la diferencia que puede obtenerse utilizando la opción en forma comparativa con el precio de mercado.

3.3.5- Contratos “Call”

Resultará conveniente ejercer un contrato “call” cuando la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio es positiva, o lo que es lo mismo, cuando el primero es superior al último.

En caso contrario, no convendrá que el tomador ejerza la opción, no generándose resultado alguno.

A efectos de una mayor ilustración se desarrollará seguidamente un ejemplo numérico donde pueden observarse los distintos resultados que, dependiendo del valor de mercado que asuma el activo subyacente, puede generar un contrato “call”, incluyendo el costo de la prima del mismo.

Ejemplo Se supone para el ejemplo que el precio de ejercicio es de \$80 y el costo de la prima es de \$10.

Precio de Mercado	Precio de Ejercicio	Prima	Resultado Opción	Resultado Final
\$ 40,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 50,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 60,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 70,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 80,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 90,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 10,00	\$ 0,00
\$ 100,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 20,00	\$ 10,00
\$ 110,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 30,00	\$ 20,00
\$ 120,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 40,00	\$ 30,00

Como puede verse, el resultado de la opción es igual a cero cuando el precio del activo subyacente es menor al precio de ejercicio, resultando en una pérdida de \$10 a raíz de la compra de la prima.

En cambio, cuando el subyacente alcanza valores mayores al precio de ejercicio, la opción se ejerce y se genera un resultado positivo al que debe detrarse el costo de la prima.

De esta forma podemos concluir que el tomador de un “call” tiene probabilidades de ganancias ilimitadas, en tanto que sus posibilidades de pérdidas se reducen a la prima pagada inicialmente.

En el caso de que el “call” fuera lanzado, el resultado será del mismo importe pero de signo contrario, dado que el resultado positivo obtenido por el tomador, corresponde al valor que soporta el lanzador del mismo.

3.3.6.-. Contratos “Put”

Un contrato “put” está en condiciones de ser ejercido cuando el precio de ejercicio sea superior al de mercado (a diferencia de lo que ocurre con los “call”, donde el tomador compra el subyacente al precio de mercado). Si el precio de ejercicio fuera menor al precio de mercado, la opción no se ejerce, ya que el tomador se estaría desprendiendo de su activo a un precio menor del que pudiera obtener vendiéndolo libremente. En cambio, cuando el precio de ejercicio supera al precio de mercado, es conveniente ejercer la opción y el resultado será igual a la diferencia entre ambos. A efectos de una mayor ilustración se desarrollará seguidamente un ejemplo numérico donde se observan los distintos resultados que puede generar un contrato “put”, incluyendo asimismo el costo de la prima del mismo, para cada uno de los valores que asuma el activo subyacente. **Ejemplo** Se supone para el ejemplo que el precio de ejercicio es de \$80 y el costo de la prima es de \$10.

Precio Subyacente	Precio de Ejercicio	Prima	Resultado Opción	Resultado Final
\$ 40,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 40,00	\$ 30,00
\$ 50,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 30,00	\$ 20,00
\$ 60,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 20,00	\$ 10,00
\$ 70,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 10,00	\$ 0,00
\$ 80,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 90,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 100,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 110,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)
\$ 120,00	\$ 80,00	\$ (10,00)	\$ 0,00	\$ (10,00)

En el caso de los contratos “put”, puede observarse con claridad en el cuadro que el resultado de los mismos es mayor a medida que el precio del activo subyacente decrece. Por el contrario, si se registraran subas en el precio del activo, el resultado tenderá a valores menores, siendo nulo a partir del momento en que dicho precio supere al de ejercicio. Se puede extraer asimismo un corolario de lo antedicho, consistente en que el tomador de un “put” tiene una probabilidad de ganancia limitada al precio de ejercicio (cuando el precio del activo subyacente es igual a cero), en tanto que sus posibilidades de pérdidas se reducen a la prima pagada inicialmente. En el caso que el “put” fuera lanzado, el resultado será del mismo importe pero de signo contrario dado que el resultado positivo obtenido corresponde al valor que debe soportar el lanzador del mismo.

3.3.7.- Modalidad de liquidación

Existen dos modalidades diferentes de liquidación por las cuales las partes intervinientes van a recibir o entregar los resultados generados por los instrumentos financieros derivados, según sea con transferencia del activo subyacente o no:

- Por transferencia (delivery) del activo subyacente: en este caso se perfeccionará la compraventa del activo subyacente de acuerdo a las especificaciones determinadas de antemano en el contrato de opción.
- “Cash Settlement”: consiste en que la parte que soporta la pérdida debe entregarle a la otra el importe del diferencial existente entre el precio de mercado y el precio de ejercicio, no debiéndose efectuar la transmisión del activo subyacente.

La diferencia entre las dos modalidades es clara: en la primera, se realiza la transacción a un precio diferente del que se observa en plaza, mientras que, en la segunda modalidad, la operación no se realiza, pero se transfiere el importe en efectivo que compensa la diferencia de precio existente entre el precio de ejercicio y el precio de plaza. En el caso particular de las opciones, este resultado verá la luz solamente en el caso que el referido derecho sea ejercido por el titular del mismo.

3.3.8.- Extinción de los contratos de opciones

Una vez producido el lanzamiento de un contrato de opciones existen tres causales específicas que provocan su extinción y que son aquellas que afectan al mismo derecho que otorga: el vencimiento del contrato, el ejercicio del derecho y lo que se denomina cierre de posición.

3.3.9.- Vencimiento del contrato

Como todo contrato, las opciones tienen un período en el cual rigen los derechos y obligaciones que nacen a partir de éste, por lo tanto, una vez que ha expirado el plazo establecido, el contrato decae produciéndose la extinción del mismo.

El transcurso del plazo opera este efecto automáticamente; si la opción no se ejerció dentro del plazo, el lanzador puede considerarse liberado de la relación contractual que le unía al tomador. Por otra parte, es conveniente dejar en claro que el vencimiento del contrato no genera desembolso de dinero para cualquiera de las partes intervinientes.

3.3.10.- Ejercicio del derecho

Otra manera de extinguir un contrato de opciones está dada por el acto de ejercer el derecho que éste otorga, con lo cual, una vez cumplido el objeto del mismo, el contrato deja formalmente de existir. Una vez ejercida la opción, la misma se extingue y se perfecciona automáticamente el contrato de compraventa, sin que las partes puedan hacer nada para anular los efectos de dicha acción, y siendo ésta la única consecuencia económica de esa circunstancia.

3.3.11- Cierre de posición

Implica efectuar un contrato con las mismas características que el vigente, pero asumiendo una posición inversa. Es decir, que quien ha lanzado opciones puede desligarse de las obligaciones de tal contrato asumiendo una posición tomadora en otro contrato, con idénticas características en cuanto al activo subyacente, precio de ejercicio y vencimiento

que el celebrado originalmente. Esta alternativa es la adoptada generalmente con aquellos contratos negociados en mercados institucionalizados, atento las facilidades que proveen estas entidades para las transacciones realizadas con instrumentos financieros.

En este caso, el corolario será un resultado equivalente al diferencial existente entre la prima pagada por la operación tomadora y la obtenida por la operación lanzadora, el cual podrá ser negativo o positivo de acuerdo a la evolución de las variables que determinan el precio de la opción. Por último, se puede mencionar a la rescisión del contrato como un modo alternativo de extinción de las opciones, que aunque muy infrecuente, no es imposible que suceda y que se aplica únicamente a los contratos celebrados en forma privada, toda vez que lo permitan las cláusulas contenidas en los mismos.

3.3.12.- Valuación de opciones. Factores que afectan el precio de una opción

Como todo producto financiero susceptible de ser negociado, las opciones tienen un precio de mercado conocido públicamente (la “prima”). Dicho precio es afectado por distintos factores, aumentando o disminuyendo según el comportamiento de estos y según el tipo de opción de que se trate (“call” o “put”). Entre dichos factores se detallan: El precio del activo subyacente, el precio de ejercicio, el plazo restante hasta el vencimiento del contrato, el nivel de la tasa de interés, la volatilidad del precio del activo subyacente y la existencia de dividendos a pagar. A continuación se desarrollará brevemente el efecto de cada uno de ellos:

3.3.13.- Precio del activo subyacente

El precio del activo subyacente es uno de los factores con mayor impacto en el valor de una opción. En el caso de un “call”, existe una correlación directa entre ambas variables, ya que cuanto mayor sea el precio del subyacente, más valor tendrá la opción.

Debe recordarse en este punto, que el valor de un “call” se determina a partir del diferencial existente entre el precio de mercado y el precio de ejercicio. De esta manera, cuanto mayor sea el precio del activo subyacente, mayor será la conveniencia de ejercer el derecho, y por lo tanto mayor será el valor de la opción. Por el mismo motivo, cuanto más bajo sea el precio de mercado menor será la diferencia obtenida y menor será el precio de la opción, pudiendo llegar dicho resultado a ser nulo cuando el precio de mercado cae por debajo del precio de ejercicio. En el caso de contratos “put” la dinámica se da en forma

inversa, observándose que a medida que el precio de mercado asciende el valor del contrato disminuye: a menor precio del subyacente es mayor la posibilidad de ejercerlo y esto repercutirá de manera positiva en el valor de la prima, aumentando su precio. En el mismo sentido, cuando aumente el precio del subyacente, el valor del “put” va a descender, tendiendo a ser nulo cuando el mismo supere el precio de ejercicio.

En resumen, la variación de los precios del activo subyacente tiene correlación directa con el valor de un contrato “call” y correlación inversa con el valor de los contratos “put”.

3.3.14.- Precio de ejercicio

Al igual que el precio del activo subyacente, el importe que alcance el precio de ejercicio afecta de manera inversa a contratos de “call” y de “put”. Debe recordarse que a diferencia del precio del subyacente, que puede modificarse a lo largo de la vigencia del contrato, el precio de ejercicio permanece invariable durante el mismo período de tiempo. En consecuencia, las consideraciones referentes a este aspecto revisten utilidad a los efectos de comparar diferentes contratos entre sí, o la de evaluar distintas alternativas a fin de tomar o lanzar contratos de opciones. En el caso de los “call”, cuanto más cercano a cero sea el precio de ejercicio, mayor será el valor de la opción, puesto que se pueden empezar a obtener beneficios a precios menores. A continuación se transcribe un ejemplo numérico donde se comparan tres contratos de “call” idénticos en todos los sentidos, menos en el precio de ejercicio para los distintos valores que pudiera adoptar el precio del subyacente.

Puede observarse que, a igual precio del subyacente, el contrato de mayor valor es aquel que tiene el precio de ejercicio más bajo. Ejemplo

Valor de un call comprado			
Precio del subyacente	Precio de ejercicio = 3	Precio de ejercicio = 4	Precio de ejercicio = 5
1	\$ -	\$ -	\$ -
2	\$ -	\$ -	\$ -
3	\$ -	\$ -	\$ -
4	\$ 1.00	\$ -	\$ -
5	\$ 2.00	\$ 1.00	\$ -
6	\$ 3.00	\$ 2.00	\$ 1.00
7	\$ 4.00	\$ 3.00	\$ 2.00
8	\$ 5.00	\$ 4.00	\$ 3.00

Por el contrario, los contratos “put” más valiosos serán aquellos con precios de ejercicio más elevados, ya que permitirán a su tomador vender el activo subyacente a precios superiores.

De esta manera, un “put” aumentará su valor en la medida que el precio de ejercicio definido en el contrato sea más alto y lo irá disminuyendo si ese valor fuera fijado en niveles inferiores.

En resumen, el precio de ejercicio tiene una correlación inversa con el valor del contrato en el caso de los “call” y una correlación directa en el caso de los “put”.

3.3.15.- Plazo hasta el vencimiento

A efectos de evaluar la influencia que tiene esta variable en los contratos de opciones, no debe tenerse en cuenta si se trata de un “call” o un “put”, sino que debe discriminarse entre contratos de tipo europeo o americano. Es conveniente recordar que los contratos de tipo americano pueden ejercerse en cualquier momento de su vigencia, en tanto que los de tipo europeo únicamente pueden ejercerse al vencimiento de los mismos. En el caso de las opciones americanas (“call” o “put” indistintamente) un mayor plazo hasta el ejercicio trae aparejado un mayor valor de la opción, teniendo en cuenta que cuanto más largo sea ese plazo, más oportunidades de ejercicio tendrá el tomador de la misma, circunstancia que se revela en el precio de la prima. Las opciones europeas, al tener una única oportunidad de ejercicio no poseen un comportamiento claro frente a variaciones en el plazo de vencimiento. Esta clase de opciones suelen tener valores mayores cuando tienen más tiempo restante hasta el vencimiento, pero no siempre es así. Puede ocurrir que una opción cuyo vencimiento fuere posterior al de otra opción valga menos que ésta última, merced a acontecimientos que se conoce con certeza que ocurrirán y que afecten de manera desigual a ambos contratos.

En resumen, las opciones de tipo americano tienen una correlación positiva con respecto al plazo que reste hasta el vencimiento del contrato, es decir que a mayor plazo, mayor valor tendrán las opciones; en tanto que con las opciones de tipo europea no puede establecerse un comportamiento definido en cuanto a su correlación con la variable bajo estudio.

3.3.16.- Tasa de interés

La tasa de interés afecta el valor de los contratos de opciones de un modo que no resulta tan claro como en el resto de las variables.

Por un lado, un alza en las tasas de interés provoca que el valor esperado de los activos financieros crezca, y por el otro hace que cualquier futuro flujo de fondos a percibir por el tenedor de los mismos tenga un menor valor actual.

Estos dos efectos tomados por separado provocan una disminución en el valor de los contratos “put”¹⁸. De aquí que el efecto combinado de un incremento en la tasa de interés se traduzca en una disminución del valor de los contratos “put”. En referencia a los contratos “call”, si bien un alza en el valor esperado de los activos financieros incrementa el valor de sus primas, el menor valor actual de los flujos futuros de fondos tiende a disminuir el valor de las mismas. Sin embargo, se ha demostrado que el primer efecto tiene preeminencia sobre el segundo, resultando que un incremento en la tasa de interés siempre provoca un alza de las primas de contratos “call”. En función de lo antedicho, se puede concluir que la tasa de interés tiene correlación directa con los contratos “call” y correlación inversa con los contratos “put”.

3.3.17 Volatilidad

Daniel Kahneman¹⁹ El hombre toma decisiones asimétricas, muy diferentes de su probabilidad de ocurrencia. La fijación de una perspectiva rompe cualquier modelo de interpretación clásico. El mundo en que vivimos desde una perspectiva social:

- *Era de internet vs. Tiempos más antiguos.*
- *Dificultad de interpretar tanta información que fluye.*
- *Era de Piscis vs. Era de Acuario.*
- *Memoria vs. Experiencia*

Previamente a delinear en qué modo afecta la volatilidad al valor de los contratos de opciones, es preciso definir a que se refiere este concepto en el presente contexto.

A los fines de evaluar el comportamiento de las opciones, la volatilidad se refiere técnicamente a una medida de dispersión estadística conocida como “desviación estándar” aplicada a la rentabilidad del activo subyacente.

En términos algo más simples, se puede decir que la volatilidad expresa una medida de incertidumbre respecto de los movimientos futuros del precio del activo subyacente.

¹⁸ Ver punto 3.6.1.1 – variación del precio del activo subyacente.

¹⁹Daniel Kahneman (2018) -premio Nobel de Economía 2002 “Pensar rápido, pensar despacio” de bolsillo /978-84-9032-250-5

De esta manera, si la volatilidad (incertidumbre) es mayor, más grandes serán las probabilidades de que el activo subyacente sufra un incremento o una disminución importante de su precio. Para el tenedor del subyacente, estos dos movimientos tienden a compensarse mutuamente, pero esto no es necesariamente válido para los tomadores de contratos de opción. El tomador de un “call” se puede beneficiar de un incremento en el precio del activo subyacente, y tendrá un riesgo limitado frente a una baja del mismo.

Por su parte, quien revista la condición de tomador de un “put” estará en una situación inversa: se beneficia de una disminución del precio del activo subyacente (limitada al precio de ejercicio) y tiene un riesgo limitado frente a un incremento de aquel.

Por consiguiente, en ambos casos, un aumento de la volatilidad tiene como consecuencia un incremento en los valores de las primas, lo cual, puesto en otros términos, significa que existe una correlación directa entre el precio de las primas y la volatilidad.

3.3.18.- Dividendos

En primer lugar, debería aclararse que cuando se menciona la palabra dividendos en el presente contexto, se refiere a cualquier tipo de rendimientos que otorgue un activo financiero con cotización en mercados de valores.

En este tipo de mercados los precios de los activos que pagan dividendos contienen implícitamente el importe del rendimiento que devenguen por sí mismos, ya sea éste un interés, un dividendo o cualquier otra clase de rendimiento.

Dado que cuando se cumple la fecha de pago este rendimiento ya no está al alcance del tenedor del título, debido a que el derecho a cobrarlo ha expirado, se observa que la cotización del referido valor sufre una baja en un importe similar al rendimiento pagado.

De manera análoga, este hecho también afecta a los contratos de opciones: el valor de las primas decrece en los contratos “call” y aumenta en los contratos “put” cuando cae el valor del subyacente debido al pago de dividendos²⁰.

3.3.19.- Valor intrínseco y valor temporal

Se llama valor intrínseco de una opción, al valor que se obtendría si se ejerciera inmediatamente el derecho que esta representa²¹.

²⁰ Tal como fuera expuesto en el punto 3.6.1.1.

²¹ Este valor, calculado de acuerdo al tipo de opción de que se trate, es el que se expuso en los puntos 3.3.1 y 3.3.2 donde se desarrolla el resultado de los contratos de opción.

Sin embargo, no es éste el precio al cual se negocian las primas de opciones: en efecto, si se toman los valores registrados en los diferentes mercados para este tipo de instrumentos financieros y se los compara con el valor intrínseco obtenido de acuerdo a lo ya explicado, podrá observarse que los valores de cotización son mayores que el valor intrínseco. A dicha diferencia se la denomina valor temporal, y refleja el mayor valor que tiene la opción por los beneficios devenidos a partir de posibles movimientos positivos en el precio del activo subyacente. El mecanismo que está funcionando detrás de ello supone que cuanto más tiempo reste para el vencimiento de la opción, más posibilidades de obtener grandes beneficios existen. A medida que pasa el tiempo este valor siempre se va reduciendo, algo lógico si se tiene en cuenta que cuanto menos tiempo quede para el vencimiento, menos posibilidades habrá para que la acción tenga movimientos amplios. Esta caída permanente del valor temporal beneficia al vendedor de opciones y perjudica al comprador. Este efecto no sólo involucra el tiempo que resta hasta el vencimiento del contrato, sino que también lo hace con los posibles movimientos positivos en la volatilidad, dado que cualquier variación positiva de esa variable tiene como consecuencia un aumento en el valor de las opciones²². Por ello puede enunciarse, excepto que la finalidad última del poseedor del derecho fuera comprar o vender el activo subyacente, que antes del vencimiento de un contrato de opciones, conviene siempre vender la prima, a ejercer el derecho que esta otorga. Quien hiciera lo contrario, estaría dejando de percibir el valor temporal contenido en el precio de la opción.

A modo de cierre, es conveniente dejar en claro que existe una excepción a lo enunciado en el párrafo anterior, que se refiere a los contratos de “put” tipo americano, donde para ciertos valores del activo subyacente el valor temporal asume valores negativos y es conveniente ejercer la opción inmediatamente.

3.3.20.- Valor máximo de una opción

Un contrato de “call”, ya sea de tipo europeo o americano, otorga a su tenedor el derecho a comprar el activo subyacente al precio de ejercicio, en consecuencia, el valor máximo que puede tener esta clase de opciones es el valor que tiene el activo subyacente en el mercado. Es evidente que nadie va a pagar por el derecho a adquirir determinado bien un importe mayor al mismo, ya que de querer desprenderse del bien, debería hacerlo

²² Como ya fuera expuesto en el punto anterior

indefectiblemente a un valor menor que el abonado. En el caso de los contratos “put”, el derecho que detenta el tomador es a vender el activo subyacente a un precio determinado, al que a los efectos de este punto se lo denominará X. Es decir que, sin importar cuán bajo caiga el precio del subyacente, el tomador obtendrá, al momento del ejercicio el precio X establecido en el contrato, en consecuencia ese sería el valor máximo que puede alcanzar un contrato “put”. Dentro de esta misma regla, el caso de las “put” de tipo europeo es especial, aunque no contradice lo expuesto anteriormente. Dado que en este tipo de opciones el ejercicio no puede ser efectuado en cualquier momento sino al vencimiento del mismo, debería descontarse el importe de X por la tasa de interés correspondiente, con lo cual el valor máximo de un “put” europeo sería el valor presente de X.

3.3.21.- Valor mínimo de una opción

En general, se puede establecer tanto para los contratos “call” de tipo americano como para los de tipo europeo, que el valor mínimo del mismo estará dado por la diferencia existente entre el precio de mercado y el valor actual del precio de ejercicio. Esta afirmación se basa en el hecho de que ambos valores se corresponden con los que pueden obtenerse instantáneamente por resolver el contrato.

Por otra parte, el contrato de “call” es en sí mismo un activo y no puede convertirse de ninguna manera en un pasivo para su poseedor, por lo cual la diferencia mencionada en el primer párrafo de este apartado siempre será positiva, dado que en el peor de los casos el contrato no será ejercido y su resultado será igual a cero.

3.3.22.-Valor mínimo de un “put”

En el caso de los “put”, a diferencia de lo que ocurre con los “call”, no puede generalizarse una función representativa del valor mínimo de las primas para opciones de tipo europeo o americano, sino que, dado el comportamiento observado deberá definirse una expresión para cada uno de ellos. De tratarse de los “put” de tipo europeo, el valor mínimo que puede asumir estará dado por la diferencia existente entre el valor actual del precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente.

Para los “put” americanos la dinámica del precio mínimo es ligeramente distinta. En primer lugar, dado que la opción puede ser ejercida en cualquier momento, el mínimo del “put” deja de calcularse en base al valor presente del precio de ejercicio, reemplazándose dicho valor por el precio de ejercicio sin corrección alguna.

Se concluye adicionalmente a partir de ello, que un “put” americano tiene un valor mayor a un “put” europeo, puesto que el valor de un flujo de fondos cualquiera siempre es mayor a su valor actual. Por otra parte, debe traerse a colación que el valor teórico de una opción es mayor a su valor intrínseco, recordando que a dicha diferencia se la denomina “valor temporal”. Sin embargo, debido al efecto de la tasa de interés y la volatilidad, se ha observado que cuando el precio del subyacente es suficientemente bajo, el precio teórico de un “put” cae por debajo de su valor intrínseco.

Tratándose de una opción americana, cuando se presenta esa situación siempre es conveniente ejercer el derecho que otorga el “put”, ya que de esa forma se obtiene un beneficio mayor al que resultaría de vender la prima, confirmándose de esta manera la excepción enunciada con anterioridad

3.3.23.- Paridad entre opciones

Empíricamente, se ha observado que existe una relación de paridad o de equilibrio entre el precio de los contratos “call” y de los contratos “put”. Esa relación, conocida en la literatura especializada como “paridad put- call”, consiste en que un “call” más una suma de dinero tiene el mismo valor que un “put” más una unidad del activo subyacente.

Debe aclararse que para que tal paridad se cumpla, ambas opciones tienen que tener idénticas condiciones respecto de su precio de ejercicio, fecha de vencimiento y activo subyacente. Por otra parte, la suma de dinero involucrada en la situación de paridad, tiene una magnitud igual al valor presente del precio de ejercicio, considerando para ello la tasa de interés vigente en el mercado financiero.

La implicancia de esta relación, estriba en que por medio de diferentes combinaciones entre opciones, activo subyacente o efectivo, puede replicarse el comportamiento de cualquiera de los elementos involucrados en la paridad.

Ejemplo Comprando un “call” y vendiendo un “put” y una unidad del activo subyacente pueden replicarse los flujos de fondos de un préstamo, constituyendo lo que en la jerga financiera se conoce como un “préstamo sintético”.

De esta manera, al inicio del “préstamo sintético” se obtienen los fondos derivados de la venta del activo subyacente y de las operaciones de compra y venta de las primas de opciones.

Dichos fondos serán “devueltos” en el futuro, al producirse el vencimiento de los contratos de opciones y deba comprarse el activo subyacente como consecuencia del ejercicio de las mismas. Debe tenerse en cuenta que el hecho de haber comprado un “call” y vendido un “put” de idéntico precio de ejercicio significa que cualquiera sea el valor del subyacente al vencimiento de las opciones, siempre deberá comprarse una unidad del mismo.

Si el precio de mercado fuera superior al precio de ejercicio, quien armó el “préstamo sintético” ejerce el “call” que oportunamente había tomado, comprando el activo subyacente al precio estipulado y desembolsando los fondos necesarios para ello.

Si, por el contrario, el precio de mercado fuera inferior al precio de ejercicio, quien armó el “préstamo sintético” está obligado a comprar el activo subyacente como resultado de haber lanzado previamente el “put”, debiendo igualmente desembolsar los fondos para tal operación. Puede observarse claramente que, sin haber utilizado los mecanismos formales para la obtención de un préstamo, se ha replicado la dinámica de una operación financiera, puesto que se ha recibido una suma de dinero y se ha pagado posteriormente una cantidad mayor.

Se desarrolla a continuación un ejemplo numérico de una colocación financiera efectuada bajo la modalidad de “préstamo sintético” a fin de una mejor ilustración del tema.

Ejemplo Al momento inicial de la estrategia un sujeto realiza la compra de una acción a \$380, al tiempo que simultáneamente vende un “call” a \$18,13 y compra un “put” por \$28,71, lo cual redunda en un desembolso total de \$390,58. Se destaca que ambas opciones fueron realizadas sobre la misma acción comprada, tienen un plazo de vencimiento de 3 meses y un precio de ejercicio de \$400. Transcurrido el plazo de los tres meses el precio de mercado puede tomar valores superiores o inferiores al precio de ejercicio de \$400. En ambos casos estaría vendiendo la acción a \$400, ya sea porque a valores mayores al mismo le ejercen el “call” que había vendido o porque a valores inferiores él mismo ejerce el “put” que había comprado. De esta manera se reproduce el efecto de una colocación financiera, puesto que se desembolsaron \$390,58 para obtener luego de transcurrido un plazo prefijado un importe de \$400, con el aditamento de haberlo realizado sin utilizar el sistema bancario²³.

²³ En forma análoga, y utilizando los mismos elementos podrían ser replicados tanto el activo subyacente como contratos “call” o contratos “put”.

3.3.24.- Operaciones de cobertura

Como fuera expuesto, una operación de cobertura implica que a través de la misma se tiende a fijar el resultado de otra operación o a proteger el valor de un activo determinado, cualquiera sea la evolución posterior de las diferentes variables económicas que tengan influencia sobre ella. Aunque pueda resultar redundante, es conveniente aclarar que para que una operación sea considerada de cobertura, es una condición necesaria la existencia de una posición a cubrir. Dicha posición puede presentarse bajo dos aspectos diferentes, conocidos como “posición comprada o activa” o “posición vendida o pasiva”.

3.3.25.- Posiciones compradas y vendidas

Se considera que un sujeto asume una posición comprada cuando tiene la propiedad de un activo o lo va a recibir en el futuro, ya sea porque ha suscripto un contrato para ello o porque tiene planeado producirlo en el corto plazo. Son ejemplos de posiciones compradas la tenencia del activo subyacente, un “call” tomado (ya que otorga el derecho a comprarlo) o un “put” lanzado (que conlleva la obligación de una compra).

Por el contrario, una posición vendida implica que quien la asume tiene la obligación de entregar el bien de que se trate o deberá hacerlo en el futuro.

Entonces, serán posiciones vendidas un compromiso en firme para entregar un determinado bien, un “put” comprado (que otorga el derecho a venderlo) o un “call” lanzado (donde se asume la obligación de venderlo).

3.3.26.- Posiciones abiertas o cerradas

Así como a este respecto se habla de operaciones cubiertas o descubiertas dependiendo de la existencia o no de cobertura, se suele discriminar entre operaciones abiertas o cerradas para designar a esas mismas categorías. Desde ese punto de vista, una posición cerrada es aquella en la cual se aparean perfectamente las cantidades de una operación compradora y una vendedora, quedando saldada la cantidad del bien en cuestión.

Generalmente, esa combinación de operaciones suele efectuarse con diferencias en los plazos de liquidación, realizándose una de las mismas al contado y la otra con liquidación a plazos. Sin embargo, debe aclararse que si bien una posición cubierta siempre se corresponde con la calificación de cerrada, no todas las operaciones cerradas son de cobertura ya que, como se verá más adelante, también pueden realizarse estrategias especulativas a través de ellas.

Un ejemplo numérico servirá para ilustrar la conformación de una posición “cerrada”, sin analizar si se trata de una operación de cobertura o no.

Ejemplo Supóngase que un sujeto tiene dentro de su activo 100 acciones que adquirió a \$3,00 cada una de ellas y al mismo tiempo lanza un “put” (opción de venta) sobre esas 100 acciones a un precio de ejercicio de \$3,50. En la siguiente tabla se detalla la composición de la cartera de inversiones del sujeto del ejemplo, donde se observa el apareamiento de las cantidades involucradas y los distintos plazos de liquidación:

Instrumento	Cantidad	Plazo
Acciones	100	Contado
Put Lanzado	-100	A plazo
Posición neta	0	

De este modo tiene una “posición comprada” por la tenencia de las acciones, en tanto que con el lanzamiento de la opción asume una “posición vendida” a futuro que neutraliza a aquella.

En sentido inverso, una “operación abierta” es aquella en la que no se aparean perfectamente las cantidades de operaciones compradoras y vendedoras, generando de esa manera un descalce a partir del cual se pueden obtener resultados positivos o negativos.

Tomando como referencia el ejemplo anterior, una posición abierta comprendería una cartera de inversiones compuesta solamente por acciones o solamente por opciones.

En ese caso, no se buscaría compensar los resultados entre los diferentes componentes de la cartera para morigerar el efecto de la fluctuación de los precios, sino que el objetivo sería precisamente evitar esa compensación.

3.3.27.- Instrumento utilizado como cobertura

Otra cuestión importante para definir el concepto de cobertura, tiene que ver con el activo que se elige para formalizarla. Lo ideal es que quien necesite cubrirse ante cambios en los precios de mercado, busque hacerlo mediante instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente sea el mismo que el que constituye la posición a cubrir.

En esa inteligencia, si un sujeto se encuentra expuesto a variaciones por tener una determinada posición en soja, buscará comprar opciones cuyo activo subyacente sea dicha oleaginosa. Sin embargo, no se encuentran disponibles en los mercados financieros contratos de derivados para todos los activos que se negocian en la economía real.

En dichos casos, quien intente armar una cobertura, debería tomar la misma mediante la compra de opciones cuyo activo subyacente sufra variaciones de precios similares a las del bien que se busca cubrir. Así, por ejemplo, una compañía de transportes, cuyo costo de prestación de servicios se encuentra determinado en una parte importante por el precio de los combustibles, podrá cubrirse de un alza de los mismos utilizando “calls” sobre acciones de una compañía petrolera, o aun sobre petróleo, aunque nunca haya comprado o vendido un litro de este elemento. Demás está destacar que el concepto financiero de cobertura desarrollado en este punto no es exactamente igual al concepto impositivo de la misma, el cual tiene un alcance mucho más restringido a los efectos de clasificar las operaciones con instrumentos financieros derivados.

3.3.28.- Cobertura de posiciones compradas

Quien asume una posición comprada en un activo está expuesto al riesgo de sufrir pérdidas debido a una baja en el valor de mercado del mismo. Una de las alternativas posibles para cubrir ese riesgo, es la toma de un “put” (opción de venta), lo cual tiene la ventaja de cubrir solamente la baja de las cotizaciones, pudiéndose aprovechar toda la ganancia extra que origine una suba de los precios por encima del precio de ejercicio. Sin embargo, la contrapartida de esta ventaja es que el “armado” de la cobertura tiene como costo el precio de la prima pagada. El concepto que está por detrás de esta estrategia, es que en el caso de una baja en el valor de la posición expuesta, la pérdida sufrida va a ser compensada por el resultado positivo generado por el “put”. Se expondrá un ejemplo de cobertura con opciones de una posición comprada, para ilustrar adecuadamente este punto.

Ejemplo Se supondrá, en primer lugar, la compra de un determinado activo por \$100 con el objeto de venderlo en algún momento del futuro, el cual constituirá la “posición a cubrir”.

Para el armado de la cobertura ante posibles bajas en el precio de mercado del activo a cubrir se tomó una opción de venta o “put” cuyo precio de ejercicio es de \$102, por la cual se pagó una prima de \$2. Debe recordarse, que para efectuar una cobertura completa el precio de ejercicio de la opción debe ser igual o mayor al del activo a cubrir. La elección de este tipo particular de opción se realizó dado que el tomador de la misma recibirá la diferencia existente entre el precio de ejercicio y el precio de mercado en el caso en que este último sea menor que aquel. Si en el futuro el precio del activo subyacente es de \$110, su tenedor procederá a su venta, obteniendo \$10 de resultado positivo a los cuales habrá

que detraer el costo de la opción, es decir \$2, siendo el resultado neto obtenido de \$8. Distinto sería el caso en que el activo subyacente debiera venderse a \$90, sufriendo una pérdida de \$10. Como se formalizó una cobertura, ejerciendo el derecho que le corresponde como titular del “put”, venderá el activo subyacente a \$102 consiguiendo de esta manera recortar sus pérdidas a cero. Igual resultado se conseguiría si el precio del subyacente hubiera caído hasta \$80, ya que igualmente el activo deberá venderse a \$102. De esta manera, mediante el “armado” de una cobertura de opciones de venta se logró neutralizar el efecto de una variación adversa en el precio del activo cubierto, cualquiera fuera el valor que asumiera este último.

3.3.29.- Cobertura de posiciones vendidas

Así como una posición comprada se puede cubrir mediante la adquisición de un “put”, una estrategia lógica para cubrir una posición vendida consiste en la adquisición de contratos de “call” (opciones de compra). En este caso, el riesgo de quien tiene la posición vendida estriba en el resultado negativo que se originaría si el precio del activo que deberá entregar experimentara un incremento. Por consiguiente, el objetivo buscado es que por medio de un contrato de opciones pueda obtenerse una ganancia tal que compense la pérdida mencionada en el párrafo anterior. Seguidamente se expondrá un ejemplo de cobertura con opciones de una posición vendida para ilustrar adecuadamente este punto.

Ejemplo Se supondrá que un determinado sujeto tiene la obligación de entregar una determinada cantidad de acciones en un plazo de tres meses, constituyendo la referida obligación su posición vendida. Dado que no tiene dichas acciones dentro de su activo y no le resulta conveniente para su giro comercial inmovilizar fondos en la adquisición de las mismas, decide tomar una opción de compra para asegurarse su precio en el futuro. Al momento del “armado” de la cobertura el precio de mercado de las acciones era de \$100, por lo cual tomó opciones de compra a \$98, pagando \$2 en concepto de prima. Llegado el tiempo de la entrega de las acciones, si el precio de mercado de las mismas fuera de \$110, se procederá a ejercer el derecho que otorga el “call”, comprando las mismas a \$98, y siendo su costo total de \$100 debido al precio pagado oportunamente por la prima. Igual resultado se hubiera conseguido si el precio del subyacente hubiera trepado hasta \$120, ya que igualmente el activo hubiera debido comprarse a \$98. Si por lo contrario, el precio hubiera descendido hasta \$80, el tomador de la opción se beneficiaría de tal circunstancia,

comprando las acciones a un precio menor al de ejercicio. La ventaja de esta estrategia es que los sujetos que la implementen se benefician ante una baja del precio de mercado del activo protegido y, sin embargo, quedan inmunizados ante una suba del mismo. Como en el caso de la cobertura de posiciones compradas, la contrapartida de esta ventaja es que el “armado” de la cobertura tiene como costo el precio de la prima pagada.

3.3.30.- Operaciones especulativas

Así como existen sujetos que toman o lanzan opciones buscando inmunizarse o desprenderse de un determinado riesgo, existen otros que deciden asumirlo a partir de comprar o vender esos mismos instrumentos financieros derivados.

En este caso se está ante la presencia de las denominadas “operaciones especulativas”, ya que lo que se busca con ello no es asegurar los resultados de una empresa o sujeto, sino obtener un resultado positivo a partir de los movimientos de precios observados en los mercados financieros. De esta manera, es posible implementar diversas estrategias de acuerdo con las expectativas de precio percibidas, las cuales pueden implicar la compra o venta de una opción, la compra de dos opciones de distinto tipo (“call” y “put”) o la compra y venta de opciones del mismo tipo, entre otras.

Seguidamente se expondrá una breve reseña de algunas de las operaciones más típicas desarrolladas con fines especulativos.

3.3.31.- Posiciones descubiertas

Las posiciones descubiertas conforman la manera más sencilla de operación especulativa.

Consiste en la compra de un “call” o de un “put”, con la expectativa de aprovechar la suba (comprando el “call”) o la baja (comprando el “put”) en la cotización de un determinado activo subyacente, sin haber asumido antes una posición en el mismo, lo cual determina el carácter puramente especulativo de esta estrategia. Si bien esto implica el desembolso de una cierta suma de dinero, siempre será mucho menor a la que hubiera resultado de comprar la misma cantidad del activo subyacente, lo que permite lograr un fuerte “apalancamiento”, ya que a igual importe de fondos colocados se logra un beneficio (o una pérdida) mucho mayor. Puede verificarse lo antedicho mediante un ejemplo muy simple: supóngase dos sujetos con una disponibilidad de \$1000 para realizar inversiones de acuerdo a su elección.

Sabiendo que el precio en el mercado de un activo financiero es de \$4,00 y una opción con precio de ejercicio a \$4,00 es de \$0,20 uno de ellos adquiere 250 (doscientos cincuenta) unidades del activo subyacente y el otro 5.000 (cinco mil) opciones de compra.

Cuando el precio del activo subyacente alcanza los \$5,50 quien los adquirió decide venderlos y tiene por ello una utilidad de \$1,50 por cada una de las 250 unidades, lo cual hace un total de \$ 375 (trescientos setenta y cinco pesos).

En cambio, el que compró las opciones va a obtener una utilidad de \$1,30 (la diferencia entre el precio de mercado contra el de ejercicio a la que se le deducen los \$0,20 de la prima) por cada una de las 5.000 (cinco mil) opciones, es decir un resultado positivo de \$6.500 (seis mil quinientos pesos). Probablemente esta sea la razón por la que se asocia intuitivamente la noción de los instrumentos financieros derivados con maniobras especulativas: el manejo de opciones en ausencia de una posición a cubrir, con la consecuente asunción de riesgos que ello implica, puede llegar a desembocar en pérdidas financieras de grandes dimensiones.

3.3.32.- Lanzamiento cubierto

Un lanzamiento cubierto es una estrategia especulativa que se ve plasmada cuando un sujeto que posee o ha adquirido en ese instante un determinado activo financiero vende una opción de compra sobre el mismo con un precio de ejercicio superior al del mercado.

Quien implemente esta estrategia evalúa dos posibles alternativas: que el precio del subyacente suba, o que el precio baje. En el primero de los casos el resultado será similar a una colocación financiera: como la opción se ejerce a un precio de ejercicio superior al que se observaba en el mercado al momento de lanzarse la opción, el sujeto obtiene una ganancia equivalente a la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado, a la que se le debe adicionar el importe obtenido por la venta de la prima. Es decir que, al igual que sucede en una colocación a plazo, se desembolsa un determinado importe de dinero para obtener un importe mayor dentro de un plazo cierto (cabe recordar que las opciones tienen una fecha de vencimiento estipulada de antemano). En caso de que la expectativa sea bajista, quien armó la estrategia especula con que la opción no se ejerza y de esta manera obtener como ganancia un importe igual al de la prima vendida, logrando a su vez conservar el activo subyacente.

3.3.33.- Diferencias de precio (Spreads)

Una estrategia especulativa “spread” implica tomar una posición en dos o más opciones del mismo tipo, es decir, dos o más opciones de compra o dos o más opciones de venta.

3.3.34. Diferencias alcistas (Bull Spreads)

Esta estrategia puede crearse comprando una opción de compra (“call”) sobre acciones con cierto precio de ejercicio y vendiendo una opción de compra sobre las mismas acciones a un precio de ejercicio más alto, teniendo ambos contratos la misma fecha de vencimiento.

Dado que, como fuera expuesto, el precio de un contrato “call” aumenta cuanto menor sea el precio de ejercicio, un “bull spread” implicará un desembolso inicial de dinero, ya que la opción comprada tendrá un precio más alto que la opción vendida.

De esta manera, un “bull spread” proporcionará diversos resultados dependiendo del precio de mercado al momento de vencimiento de las opciones.

A partir de esa situación inicial quedan configuradas tres alternativas al momento de vencimiento de las opciones:

1. El precio del subyacente es mayor al precio de ejercicio más alto: En este caso se ejercen las dos opciones y en consecuencia el resultado será la diferencia entre los dos precios de ejercicio.
2. El precio del subyacente se encuentra entre los dos precios de ejercicio: En este caso se ejerce únicamente la opción comprada (no conviene ejercer el “call” vendido), y el resultado será igual al obtenido de esta última.
3. El precio del subyacente está por debajo del precio de ejercicio más bajo: En este caso no conviene ejercer ninguna de las dos opciones y por lo tanto el resultado es nulo.

Se ejemplificará seguidamente con un caso hipotético para ilustrar mejor esta estrategia, recordando que al vencimiento el resultado de un “call” equivale a la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio.

Ejemplo Considere un precio de ejercicio de \$20 para el “call” comprado y de \$30 para el “call” vendido. Por otra parte, dado que es necesario plantear tres alternativas, se supone que en la alternativa 1 el precio de mercado del subyacente es de \$45, con lo cual el

resultado del “call” comprado es de \$25 (\$45 - \$20) y el resultado del “call” vendido es de \$15 (\$45 - \$30). Para la alternativa 2 se supuso un precio de mercado del subyacente de \$25, implicando que el resultado del “call” comprado sea de \$5 (\$25 -\$20) y que no se ejerza el “call” vendido, ya que el precio de mercado observado fue menor a su precio de ejercicio. Para la alternativa 3 se supuso un precio de mercado del subyacente de \$15, con la implicancia que no se ejerza ninguna de las opciones, dado que ambos precios de ejercicio fueron superiores al precio de mercado. Seguidamente se expone una tabla con el resumen de los posibles resultados relacionados con cada una de las alternativas:

Alternativa	Precios del subyacente	Resultado Call Comprado	Resultado Call Vendido	Resultado total
(a)	(b)	(c)	(d)	(e) = (c) - (d)
1	\$45	\$25	\$15	\$10
2	\$25	\$5	0	\$5
3	\$15	0	0	0

En todos los casos, el beneficio neto se calcula sustrayendo al resultado consignado en la última columna, el desembolso en concepto de primas efectuado al momento de armarse la estrategia. Los “bull spread” también pueden crearse comprando un “put” con un precio de ejercicio bajo y vendiendo un “put” con un precio de ejercicio alto. A diferencia del “bull spread”, creado utilizando opciones de compra, los creados a partir de las opciones de venta implican un flujo de caja positivo para el inversor, aunque es más probable que los resultados finales sean más bajos que los creados utilizando opciones de compra.

3.3.35.- Diferencias bajistas (Bear spreads)

Así como un inversor que arma un “bull spread” espera obtener un beneficio cuando el precio de las acciones sube, aquel que arma un “bear spread” espera obtenerlo cuando dicho precio baje. Esta estrategia puede crearse comprando un “call” con un precio de ejercicio determinado y vendiendo otro “call” con un precio de ejercicio menor.

Teniendo en cuenta lo expuesto en el punto 3.6.1.2, un “bear spread” creado a partir de contratos “call” implica una entrada de efectivo inicial dado que el precio del “call” vendido es mayor que el precio del comprado. Al igual que en el “bull spread” en esta estrategia se pueden dar diferentes resultados dependiendo del valor que tome el activo subyacente al momento del vencimiento de las opciones.

- El precio del subyacente es mayor al precio de ejercicio más alto: en este caso se ejercen las dos opciones y en consecuencia el resultado será la diferencia entre los dos precios de ejercicio.
- El precio del subyacente se encuentra entre los dos precios de ejercicio: en este caso se ejerce únicamente la opción vendida (no conviene ejercer el “call” comprado), y el resultado será igual al obtenido de esta última.
- El precio del subyacente está por debajo del precio de ejercicio más bajo: en este caso no conviene ejercer ninguna de las dos opciones y por lo tanto el resultado es nulo, si bien existe una pérdida generada por la diferencia entre las primas compradas y vendidas al momento de iniciar la estrategia.

Ejemplo A los efectos del ejemplo se considerará un precio de ejercicio de \$20 para el “call” vendido y de \$30 para el “call” comprado. Por otra parte, dado que es necesario plantear tres alternativas, se supone que en la alternativa 1 el precio de mercado del subyacente es de \$45, con lo cual el resultado del “call” vendido es de \$25 ($\$45 - \20) y el resultado del “call” comprado es de \$15 ($\$45 - \30). Para la alternativa 2 se supuso un precio de mercado del subyacente de \$25, implicando que el resultado del “call” vendido sea de \$5 ($\$25 - \20) y que no se ejerza el “call” comprado ya que el precio de mercado observado fue menor a su precio de ejercicio. Para la alternativa 3 se supuso un precio de mercado del subyacente de \$15, con la implicancia que no se ejerza ninguna de las opciones, dado que ambos precios de ejercicio fueron superiores al precio de mercado, y el resultado positivo es el importe cobrado inicialmente por la diferencia entre las primas compradas y vendidas. Seguidamente se expone una tabla con el resumen de las posibles situaciones ejemplificadas:

Alternativa	Precios del subyacente	Resultado Call Comprado	Resultado Call Vendido	Resultado total
(a)	(b)	(c)	(d)	(e) = (c) -
1	\$45	\$15	\$25	(\$10)
2	\$25	0	\$5	(\$5)
3	\$15	0	0	0

Los “bear spread” también pueden crearse comprando una opción de venta (“put”) con un precio de ejercicio y vendiendo un opción de venta con un precio de ejercicio más bajo.

A diferencia del “bear” creado utilizando opciones de compra, los creados a partir de las opciones de venta implican un flujo de caja negativo para el inversor, aunque es más probable que los resultados finales sean más altos que los creados utilizando opciones de compra.

3.3.36.- Combinaciones

Una combinación es una estrategia especulativa mediante la utilización de opciones que implica tomar una posición tanto en contratos de “call” como en contratos de “put” sobre las mismas acciones y con la misma fecha de vencimiento. El precio de ejercicio es, en la mayoría de las oportunidades, idéntico para ambas opciones y el mismo será similar al que se observe en el mercado al momento de armar la estrategia. Si bien pueden darse muchas variantes, se considerarán las más comunes, que se conocen a partir de su denominación en idioma inglés como “straddles”, “strips”, “straps” y “strangles”. En general, los sujetos que construyen o arman estas estrategias tienen expectativas de que en el futuro inmediato se producirán variaciones importantes en el precio de un determinado activo y asumen posiciones tomadoras en contratos de “call” y “put” para beneficiarse de esos movimientos.

Entonces, cuando el precio del subyacente aumente y se coloque por encima del precio de ejercicio del “call”, el resultado positivo se generará exclusivamente a partir de este contrato, ya que el valor de un “put” cuando se presente esa situación (precio de mercado mayor a precio de ejercicio) es nulo. Simétricamente, cuando el precio de mercado sea menor al precio de ejercicio, el beneficio será generado exclusivamente por el “put”, dado que en esos niveles de precios el resultado del “call” es nulo. Si bien pueden de esta manera obtenerse resultados positivos en cualquier sentido que varíe el precio del activo subyacente, la contrapartida de ello es el costo que supone la compra de dos primas de opciones. A diferencia de los spreads, donde el costo de la opción tomada se

financiaba parcialmente con el producido de la opción lanzada, en esta estrategia todo el costo es asumido por quien la implementa, por lo cual deberán producirse importantes movimientos de precio para generarse beneficios netos.

3.3.37. Straddle

Se realiza cuando no existe certeza acerca de si los movimientos de precios serán positivos o negativos y denomina a la combinación de cantidades idénticas de “call” y de “put”, con el fin de equilibrar las posibilidades de obtener beneficios en cualquiera de los dos sentidos.

3.3.38.- Strangle

Es una variante del “straddle”, que implica un menor costo en el armado de la posición, pero al mismo tiempo una disminución en la magnitud de los posibles resultados positivos; asimismo, para que esto último se produzca, los movimientos de precios deben ser mucho más amplios que en la estrategia original. La diferencia estriba en que los precios de ejercicio de las opciones son distintos del precio de mercado.

En el caso de los “call”, el precio de ejercicio seleccionado será mayor al de mercado, lo que implicará un menor costo de la prima y menor nivel de beneficios esperados.

En el caso de los “put”, el precio de ejercicio seleccionado será menor al de mercado, con idénticas implicancias que las descritas en el párrafo anterior.

Asimismo, cuando el precio de mercado se encuentre entre ambos precios de ejercicio no se obtendrá resultado positivo alguno, dado que ninguna de las dos opciones estará en condiciones de ser ejercida.

3.3.39.- Strip

Se efectúa esta combinación cuando quien implemente la estrategia estime que existen mayores posibilidades de una disminución en el precio del subyacente, en cuyo caso la misma se arma con dos contratos de “put” por cada uno de “call”, a fin de poder capturar con más intensidad el resultado generado por la citada baja de los precios.

3.3.40.- Strap

Por el contrario (y por idénticas razones), cuando se espera que existan más probabilidades que los precios se muevan en sentido ascendente, la proporción se invierte, tomándose dos contratos de “call” por cada contrato de “put”

3.4. Tratamiento Contable

Los instrumentos financieros

Un contrato que da lugar a un activo financiero en una entidad y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra entidad

Las *posiciones activas* que podrían tomar los *instrumentos financieros* son las siguientes:

- (a) efectivo;
- (b) inversiones en instrumento de patrimonio de otra entidad;
- (c) un derecho contractual:
 - 1) a recibir efectivo u otro activo financiero de otra entidad; o
- (d) un contrato que será o podrá ser liquidado utilizando instrumentos de patrimonio propio de la entidad, y sea:
 - 1) un instrumento no derivado, según el cual la entidad está o puede estar obligada a recibir una cantidad variable de sus instrumentos de patrimonio propios, o
 - 2) un instrumento derivado que será o podrá ser liquidado mediante una forma distinta al intercambio de un importe fijo de efectivo, o de otro activo financiero, por una cantidad fija de los instrumentos de patrimonio propio de la entidad.

En estos casos, se dice que la entidad posee un ***activo financiero***.

Si otorgasen esta participación residual, el instrumento financiero será un ***instrumento de patrimonio*** para la entidad emisora. Caso contrario, representará un ***pasivo financiero***.

Un ***pasivo financiero*** podrá ser:

- (a) una *obligación* contractual:
 - 1) de entregar efectivo u otro activo financiero a otra entidad; o
 - 2) de intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad,
- un *contrato* que será o podrá ser liquidado utilizando instrumentos de patrimonio propio de la entidad, y sea un instrumento no derivado, según el cual la entidad estuviese o pudiese estar obligada a entregar una cantidad variable de los instrumentos de patrimonio propio;

Caracterización de los instrumentos financieros derivados

El elemento que caracteriza a este género de contratos es que su valor económico se encuentra directa o inversamente relacionado con el valor de una *variable subyacente*

La importancia de la forma de la liquidación de los derivados para la determinación de su tratamiento contable

Ejemplo La sociedad “La Alimentaria S.A.” se dedica a la producción y venta de alimentos derivados de la soja. Para asegurarse la provisión de su principal insumo (*soja*), el 1 de enero celebra un contrato de compra de soja a término con un productor agropecuario, por una cantidad determinada y a un precio determinado, que se liquidará dentro de 3 (tres) meses (es decir, el 31 de marzo). El objetivo de “La Alimentaria S.A” es adquirir la cantidad de soja pautada y utilizarlos en sus procesos productivos.

Basándonos en la definición expuesta, se podría asumir que el siguiente ejemplo anterior corresponde a un contrato dentro del alcance de las normas contables sobre IFD, ya que...

<i>...su valor cambia en respuesta a los cambios en un subyacente.</i>	En el ejemplo 1, el valor del contrato depende de los cambios en la cotización de la soja.
<i>...no requiere una inversión inicial neta, o sólo obliga a realizar una inversión inferior a la que se requeriría para otros tipos de contratos, en los que se podría esperar una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado.</i>	Los contratos de compra de commodities a término no requieren inversión inicial alguna.
<i>...se liquidará en una fecha futura.</i>	El contrato del ejemplo 1 se liquidará 3 (tres) meses posteriores a su firma.

El ejemplo anterior no es un contrato dentro del alcance de las normas contables sobre IFD, ya que se trata de un contrato comercial habitual, el cual se resuelve mediante el intercambio del subyacente.

Esta Norma se aplicará a aquellos contratos de compra o venta de partidas no financieras que se liquiden por el importe neto, en efectivo o en otro instrumento financiero, o mediante el intercambio de instrumentos financieros, con la excepción de los contratos que

se celebraron y se mantienen con el objetivo de recibir o entregar una partida no financiera, de acuerdo con las compras, ventas o necesidades de utilización esperadas por la entidad.²⁴

Los contratos similares a los del ejemplo 5.1 son denominados *contratos pendientes de ejecución*²⁵:

Los *contratos pendientes de ejecución* son aquéllos en los que las partes no han cumplido ninguna de las obligaciones a las que se comprometieron, o bien que ambas partes han ejecutado parcialmente, sus obligaciones²⁶.

Los contratos pendientes de ejecución forman parte de los *compromisos* a los que se refirió **Bernstein**: “*Los compromisos son reclamaciones que pueden producirse en el curso de la ejecución futura del contrato. No se les da expresión en los registros contables, puesto que la mera firma de un contrato de ejecución o la emisión de una orden de compra no da lugar a una transacción terminada*”²⁷.

Por lo tanto, podemos afirmar que la forma de liquidación de un contrato derivado determinará si:

- debe ser tratado como un contrato pendiente de ejecución; o
- debe ser tratado como un IFD.

Tal como señaló Morales Díaz²⁸, existen dos formas en las cuales podría liquidarse un contrato derivado:

- liquidación por las diferencias
- liquidación por el intercambio (*delivery*) del subyacente

(continuación).

Se trata de un contrato pendiente de ejecución (compromiso en firme para la compra de soja), que no debe ser reconocido hasta que se perfeccione el intercambio.

En cambio:

²⁴ NIC 39, 5.

²⁵ En inglés, *executory contracts*.

²⁶ NIC 37, 3.

²⁷ **Bernstein, L** (1996), “*Análisis de estados financieros. Teoría, aplicación e interpretación*”, traducción al español realizada por De los Ríos, M. y supervisada por Casanovas, I., Barcelona, España. (pág. 230)

²⁸ **Morales Díaz, J** (2010), “*Contabilidad de derivados sobre commodities bajo Normas Internacionales de Información Financiera (primera parte)*”, Foro AECA de instrumentos Financieros, Madrid, España.

- si se hubiera acordado que el precio y la cantidad de soja convenidas en el contrato constituyen importes *nocionales*;
- “La Alimentaria S.A.” no recibiese la soja, sino que recibiese (pagase) las diferencias entre el importe que demandaría cancelar la transacción de acuerdo a la cotización real en la fecha futura y el que surgiría de multiplicar la cantidad y el precio nocionales...

...Entonces sería un IFD que debería ser reconocido contablemente como tal.

Supongamos, entonces, que la cantidad nocional de soja es de 1.000 toneladas y el precio nocional convenido es de U\$S 200.

- Si al momento de la liquidación la soja cotiza por encima de U\$S 200, “La Alimentaria S.A.” cobrará un importe igual a $1.000 \text{ tn} \times (\text{pcot} - \text{U\$S}200)/\text{tn}$.
- Si al momento de la liquidación la soja cotiza por debajo de U\$S 200, “La Alimentaria S.A.” pagará un importe igual a $1.000 \text{ tn} \times (\text{pcot} - \text{U\$S}200)/\text{tn}$.

Existen diversas formas por las que un contrato de compra o de venta de partidas no financieras puede liquidarse por el importe neto, ya sea:

- (a) en efectivo;
- (b) en otro instrumento financiero; o
- (c) mediante el intercambio de instrumentos financieros.

Instrumentos financieros derivados... ¿activos o pasivos?

Contablemente, los IFD podrán tomar posiciones activas o pasivas dependiente de las características del acuerdo y de la posición que el subyacente tome en el mercado respecto de su importe de negociación.

- **(continuación):**

Los importes de mercado conocidos para la adquisición de soja a futuro son los siguientes:

	Cotización soja a...	Importe
01-ene	3 meses	200
31-ene	2 meses	190
28-feb	1 mes	205
31-mar	n/a	

- Por lo tanto, a una tasa de mercado para este tipo de instrumentos estable a lo largo de los 3 meses del 1% mensual, el importe del derivado será:

Momento	Importe notional (en miles de U\$S)	Importe a futuro (en miles de U\$S)	Diferencia (en miles de U\$S)	Factor de actualización	Valor razonable (en miles de U\$S)	Caracterización contable
01-ene	200,00	200,00	0,00	$(1+0,01)^3 = 1,03$	0,00	-.-
31-ene	200,00	190,00	(10,00)	$(1+0,01)^2 = 1,02$	(9,80)	Pasivo
28-feb	200,00	205,00	5,00	$(1+0,01)^1 = 1,01$	4,95	Activo
31-mar	200,00	210,00(*)	10,00	$(1+0,01)^0 = 1,00$	10,00	Activo

(*) La cotización spot de la soja al 31 de marzo (fecha de la liquidación del contrato) fue de U\$S 200 la tonelada.

En el siguiente gráfico se puede apreciar como el instrumento tomó posiciones pasivas y activas entre el momento 0 (01 de enero) y el momento 3 (31 de marzo):

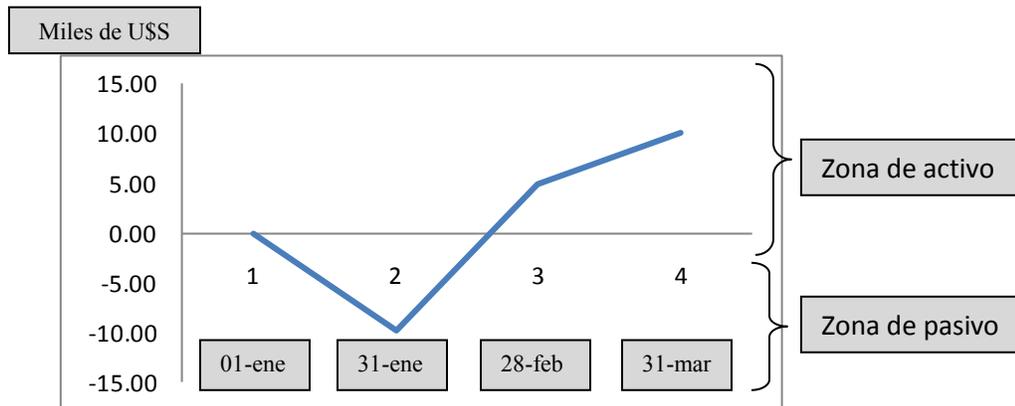


Gráfico 1. Posiciones tomadas de un contrato de compra de soja a futuro que se caracteriza como instrumento financiero derivado. (Fuente: elaboración propia)

Los instrumentos financieros derivados en las NIIF completas

Aspectos generales: de la NIC 39 a la NIIF 9

La NIIF 9 es una nueva norma que trata los temas atinentes a la contabilización de los instrumentos financieros.

Las NIIF referidas a instrumentos financieros

En el siguiente cuadro se señala cuáles de las NIIF anteriormente citadas presentan requerimientos técnicos sobre instrumentos financieros derivados.

NIIF	Contiene requerimientos técnicos sobre instrumentos financieros derivados	No contiene requerimientos técnicos sobre instrumentos financieros derivados
NIC 32 ²⁹		X
NIC 39	X	
NIIF 7	X	
NIIF 9	X	
CINIIF 2		X
CIIF 16	X	

Otras NIIF sobre instrumentos financieros con características específicas

Instrumento financiero con características específicas	Ubicación de las NIIF Completas
Inversiones en asociadas.	NIC 28. NIC 27 (para su medición en <i>estados financieros separados</i>).

²⁹ Aunque incluye algunas definiciones referidas a instrumentos financieros derivados.

Inversiones en negocios conjuntos.	NIC 31. NIC 28. NIIF 11. NIC 27 (para su medición en <i>estados financieros separados</i>).
Inversiones en subsidiarias (su medición en los <i>estados financieros separados</i> de una controladora).	NIC 27.
Contratos de seguros.	NIIF 4.
Obligaciones por beneficios a empleados.	NIC 19. CINIIF 14.
Activos vinculados a obligaciones por planes de beneficios definidos y otros beneficios a los empleados de largo plazo.	NIC 19.
Instrumentos financieros vinculados con transacciones de pagos basados en acciones.	NIIF 2.

Baja en cuenta de activos financieros (incluyendo a los derivados financieros)

Un activo financiero (incluyendo a los IFD) se deberá dar de baja, cuando:

- expiren los derechos contractuales sobre los flujos de efectivo del activo financiero;
- **Si se transfieren de forma sustancial los riesgos y recompensas inherentes a la propiedad** del activo financiero, **se dará de baja en cuentas** y se reconocerá separadamente, como activos o pasivos, los derechos y obligaciones creados o retenidos en la transferencia.
- **Si se retienen de forma sustancial los riesgos y recompensas inherentes a la propiedad** de un activo financiero, **se continuará reconociéndolo.**
- Si no se transfiere ni se retiene de forma sustancial todos los riesgos y recompensas inherentes a la propiedad del activo financiero, se determinará si ha retenido el control sobre el activo financiero. En este caso:
 - (a) **Si no se ha retenido el control, se dará de baja el activo financiero** y reconocerá por separado, como activos o pasivos,

cualesquiera derechos u obligaciones creados o retenidos por efecto de la transferencia.

(b) Si se ha retenido el control, se continuará reconociendo el activo financiero en la medida de su “implicación continuada”.

Los instrumentos financieros derivados en las ncpa

Breve descripción de evolución en la elaboración y aprobación normativa: la RT20 de la FACPCE (incorporada en la RT 18) "*Que la norma propuesta vino a cubrir un vacío importante en las normas contables profesionales, incorporando un tema que expresamente fue dejado de lado al aprobar la Resolución Técnica Número 18: los instrumentos derivados que cumplen funciones de cobertura y la contabilidad de las coberturas de riesgos*"³⁰.

Definiciones de vocablos y expresiones utilizadas

Los contratos derivados —IFD una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente a cambio de una contraprestación dineraria o de la asunción de otro riesgo por su contraparte.

Su valor económico se encuentra directa o inversamente relacionado con el valor de una variable subyacente mencionada en el mismo.

La práctica mercantil internacional los ha agrupado bajo la denominación común de derivados o "*derivatives*", pues el valor económico de los mismos deriva del valor de una variable subyacente. No es posible determinar la utilidad o pérdida que emergerá de un contrato derivado sin conocer el valor de la variable subyacente relacionada³¹.

ESQUEMATIZACIÓN
Posee una variable subyacente ³²
El contrato permite que se liquide en una <i>fecha futura</i> o bien puede hacerse en <i>términos netos</i> , lo que significa que admite su cancelación con la entrega de efectivo en lugar de

³⁰ Britos Roberto, Gargano Marcelo, Giaimo Claudio, Gil Jorge José, Serenelli Jorge, —Bs. As. 2001— "Instrumentos derivados y operaciones de cobertura" - Proyecto número 7 de RT de la F.A.C.P.C.E. - Prólogo

³¹ A.D.A. "Argentine Derivatives Association", —Año 2000—, Reporte Año II Nro. 5

³² **variable subyacente**³², la cual podemos definir como el elemento sobre el cual se efectúa el contrato y según el cual fluctúa de valor. Podemos mencionar entre otras; tasa de interés, precios de productos, tasa de cambio de divisas, etc. Un subyacente puede ser el precio de un activo o pasivo pero no es el activo o pasivo en sí.

realizar la entrega física del bien en cuestión
Puede requerir o no de una inversión neta al inicio del contrato ³³ . En caso de requerir una inversión, la misma es pequeña comparada con la inversión que debemos hacer para otro tipo de contrato ³⁴ , del cual se espera que tenga una respuesta similar al IFD frente a los cambios producidos en el mercado

Instrumentos excluidos

EXCLUSIONES
"Para la empresa que presenta los estados contables, los instrumentos de capital que emitan y que corresponda clasificarlos en su patrimonio neto"
"Contratos que exigen un pago en función de variables climáticas, geológicas u otras magnitudes físicas —con excepción de los derivados incorporados en esos contratos—"
"Contratos de garantía financiera que obligan a atender determinados pagos si el deudor no los realiza al vencimiento"
"Derechos y obligaciones derivados de contratos de seguros que cubran riesgos distintos a cambios en las variables financieras —excepto los derivados incorporados en esos contratos—"
"Contratos de compras o ventas de bienes de cambio que: (a) se refieran a cantidades con expectativa de ser utilizadas o vendidas en el giro normal del negocio durante un período razonable de tiempo; (b) fueron señalados desde el principio para tal propósito; (c) y se espera cancelar con la entrega de los bienes de cambio correspondientes"
"Para la compañía adquirente, los contratos que establecen contrapartidas de carácter contingentes en una combinación de negocios"

³³ Los IFD son los únicos contratos en los que las partes **no tienen que hacer una inversión inicialmente**, o intercambiar un activo o una obligación asociada. Habitualmente no existe ningún intercambio de dinero en efectivo a la fecha en la que dos partes se involucran en un contrato derivado. Aunque algunos IFD pueden establecerse a través de la entrega física —ej. futuros y "*forwards*"—, un derivado realmente representa una inversión en el cambio producido en valor del subyacente, y no una inversión real en la cantidad del mismo. Algunos derivados requieren una inversión neta inicial como por ejemplo la prima en las opciones. Otros requieren un intercambio mutuo de dinero u otros activos al principio —ej. ciertos contratos de intercambio de divisa—. En el último caso, la inversión neta es medida como la diferencia en el "*fair value*" de los recursos intercambiados

³⁴ **Por ejemplo**, si A le suscribe una opción "*call*" a B que le permite a B comprar 100,000 barriles de petróleo crudo a \$8 por el barril durante los próximos cinco días cuando el precio del mercado de crudo es \$13 por barril, B tendría que pagar \$5 por lo menos por el barril como una prima por la opción. Aunque la prima o la inversión inicial es aproximadamente \$500,000, está significativamente menor que el valor del mercado actual del crudo de \$1.3 millón. Así, la opción sería un derivado.

3.5 Tratamiento tributario

El tratamiento impositivo de los contratos derivados es extremadamente relevante, debido a que el impacto fiscal puede determinar la celebración o no del contrato, y en caso de celebrarse podrá determinar sus condiciones.

La normativa fiscal en materia de derivados resulta insuficiente e incierta, por lo que se requiere de un especial esfuerzo interpretativo y si bien existen numerosos dictámenes emanados del organismo fiscal, en algunos casos no hacen más que confundir, y en otros rayan el tema constitucional. Además, aclaremos que las últimas modificaciones en la materia, pretenden regular lo que no está dicho en el plexo legal y por ende podría tildarse de anticonstitucional.

Como hemos visto las herramientas financieras, **la utilidad de los IDF** no se detiene en la **cobertura de riesgos**, sino que pueden ser empleados con la intención de obtener beneficios; es decir, con intención de especulación. Esta doble posibilidad de uso, hace que las leyes tributarias graven en diferente forma las utilidades y quebrantos que generan los IDF cuando son utilizados con fines de cobertura o con fines de especulación. A partir de esta dualidad de objetivos es que las legislaciones impositivas de muchos países establecen distintas formas de imposición de estos instrumentos financieros, de acuerdo a que los mismos sean utilizados con fines de cobertura o de especulación. **Esto deriva en la importancia del término cobertura y la definición que de ella hagan las diferentes Administraciones Tributarias a través de sus legislaciones.**

3.5.1.- Conceptos y antecedentes.

Concepto de “Contrato Derivado” para el Derecho Tributario.

El derecho tributario argentino no contiene una definición, dentro de su legislación, del concepto de derivado, por lo que, ante la autonomía de la citada rama del Derecho, cabe preguntar si es lícito recurrir al concepto contenido en las normas del derecho comercial.

En el artículo 1° de la ley 11.683 (t.o. 1998) de Procedimiento Tributario se establece que “en la interpretación de las disposiciones de esta ley o de las leyes impositivas sujetas a su régimen, se atenderá al fin de las mismas y a su significación económica. Solo cuando no sea posible fijar por la letra o por su espíritu, el sentido o alcance de las normas, conceptos

o términos de las disposiciones antedichas, podrá recurrirse a las normas, conceptos y términos del derecho privado”.

A partir de la normativa citada, entendemos con Villegas que “si la ley tributaria emplea las instituciones y conceptos del derecho previo sin darles contenido particularizado, estos no tienen otro significado que el que les asigna su rama de origen, y no pueden ser interpretados en forma diferente de cómo ésta lo hace. Si la ley tributaria cree insuficiente una solución de otro sector del derecho positivo debe alterarla normativamente, pero de lo contrario, debe aplicarla tal cual es, sin creación artificial de argumentos o supuestas “pautas interpretativas”³⁵. En otras palabras, si el Derecho como unidad ha contemplado el concepto, sólo es posible apartarse del mismo si una rama en particular le ha asignado un significado especial. De la revisión de las normas impositivas relacionadas con el tema no surge una definición taxativa del concepto de instrumentos financieros derivados.

Solamente en el segundo considerando del Decreto N° 1130/97 se enuncia que son derivados “...aquellos instrumentos o contratos cuyo contenido económico depende de los valores de otras variables básicas subyacentes”.

Aun cuando uno de los propósitos expresos del mencionado Decreto se centraba en “...*la necesidad de remover el obstáculo que representa la incertidumbre en el tratamiento fiscal de las mencionadas operaciones, lo que posibilitará un crecimiento sostenido de los mercados que coadyuve al desarrollo nacional y la obtención del pleno empleo*”, ni esa norma ni ninguna otra aclaró el alcance del término “derivados” y menos aún estableció las especies contenidas en el género (opciones, futuros, forwards, swaps).

Es importante que se defina legalmente las especies básicas mencionadas para así establecer en forma “certera” como aconseja el Congreso de la Internacional Fiscal Association cuando se trató este tema en el año 1995.

En síntesis, no existe una ley que define el concepto. Es por ello que, a los fines de determinar el contenido de la expresión “derivado” en materia fiscal, se debe recurrir a la construcción doctrinal considerando como contratos derivados a los futuros, forwards,

³⁵ VILLEGAS concluye que “se puede hablar de una autonomía didáctica y funcional del derecho tributario, pues constituye un conjunto de normas jurídicas dotadas de homogeneidad que funciona concatenado a un grupo orgánico y singularizado que a su vez está unido a todo el sistema jurídico. Su singularismo normativo le permite tener sus propios conceptos e instituciones o utilizar los de otras ramas del derecho, asignándoles un significado diferente. Pero si la ley tributaria emplea institutos y conceptos del derecho positivo argentino sin darles contenido particularizados, estos institutos y conceptos tienen el significado que les asigna su rama de origen”. VILLEGAS, Héctor B., “Curso de finanzas, derecho financiero y tributario”, 8va edición, actualizada y ampliada, con prólogo de CASAS, José Osvaldo, pág. 225, Astrea, Buenos Aires, 2002.

opciones y swaps, así como sus diversas combinaciones y cualquier otro contrato que se ajuste a la definición doctrinal que elaboramos.

Antecedentes Normativos.

Hasta la sanción de la ley 25.063 de Reforma Impositiva³⁶, la única normativa fiscal específica sobre derivados era el decreto 1130/97 que modificó los Decretos Reglamentarios de los Impuestos a las Ganancias y al Valor Agregado. Antes del dictado de decreto 1130/97 no existía referencia alguna en las normas fiscales a este tipo de contratos, por lo que su tratamiento era totalmente incierto. Tal como reza uno de sus considerandos, el citado decreto tuvo por finalidad “remover el obstáculo que representa la incertidumbre en el tratamiento fiscal”. Sin embargo, dejó en pie la incertidumbre sobre una posible impugnación sobre la base de la inconstitucionalidad de normas sustantivas tributarias creadas por medio de un decreto. Cabe entonces destacar que la elevación al rango de ley de sus normas por, la ley de Reforma Impositiva citada, eliminó al riesgo de esta posible discusión sobre la base del principio de reserva de ley en materia tributaria.

El decreto 1130/97 representó, en ese momento, un importante aporte en materia de certidumbre fiscal para quienes operan con derivados, especialmente con contrapartes del exterior, con el consiguiente beneficio para esta actividad. Sin embargo, restan regular ciertos aspectos relativos al momento de atribución del resultado, entre otros.

Quebranto específico

La reforma de la Ley N° 25.063 modificó el artículo 19 de la Ley del Impuesto, otorgándole mayor rango legal a una disposición que ya contenía el Decreto N° 1130/97.

En efecto, el mencionado artículo establece que las pérdidas generadas por operaciones con derivados, excepto que tengan una finalidad de cobertura, sólo podrán compensarse con las ganancias netas originadas por este tipo de derechos, en el año fiscal en que se produjeron las pérdidas o en los 5 (cinco) años fiscales inmediatos siguientes.

Asimismo, dispone que se considera como “operación de cobertura” a aquella que tiene por objeto reducir el efecto de fluctuaciones en precios o tasas de mercado, sobre los resultados de la o las actividades económicas principales.

³⁶ Publicada en el Boletín Oficial el día 30 de diciembre de 1998, modificó el Impuesto a las Ganancias, los Recursos de la Seguridad Social, el Impuesto al Valor Agregado, y creó los Impuestos sobre los Intereses Pagados y el Costo Financiero del Endeudamiento Empresarial (que luego se eliminara gradualmente) y a la Ganancia Mínima Presunta. La Ley entró en vigencia el día posterior a su publicación, pero sus títulos surtieron efectos a partir de diferentes momentos.

Se asume de esta manera un concepto de cobertura más restringido que el establecido por las normas contables profesionales, requiriéndose adicionalmente para que la opción sea calificada como tal, que el ítem cubierto se encuentre estrictamente vinculado con la actividad principal del sujeto.

De esta manera debe verificarse la existencia de unos índices mínimos que permitan afirmar que una operación con derivados financieros fue realizada con un fin de cobertura dentro del marco del Impuesto a las Ganancias.

- En principio, y tal como surge de la Resolución Técnica N° 18, el ítem cubierto debe ser un activo, un pasivo o un compromiso en firme e irrevocable por parte del sujeto que emplea la cobertura, y debe estar vinculado a la actividad principal de la empresa.
- Debe existir documentación al inicio de las operaciones donde se especifique la política de cobertura seguida por el sujeto y que demuestre una identificación clara entre las transacciones de cobertura y los activos subyacentes.
- Debe verificarse una razonable correspondencia entre la cantidad del ítem cubierto y la cantidad de opciones tomadas o lanzadas como cobertura.

Si esta última fuera mayor que la primera, entonces el exceso en la cantidad de opciones calificaría como una operación especulativa; por el contrario, una cantidad menor de opciones que la del ítem cubierto implicaría que se tomó la decisión de proteger solamente una parte de los bienes sujetos a riesgo.

- Debe existir correspondencia en el plano temporal, puesto que, si el vencimiento de las opciones y futuros es mayor que el plazo de permanencia en el patrimonio del ítem cubierto, durante el lapso excedente las opciones deben considerarse como especulativas.
- Reducción efectiva del riesgo de variación del valor que afecte al elemento cubierto, situación recogida por la norma profesional a través de la exigencia de eficiencia al instrumento de cobertura.
- Como un corolario adicional no se podría calificar dentro de esta categoría a un instrumento financiero derivado cuyo ítem cubierto esté constituido por una operación especulativa, o que esté relacionada con otra opción o derivado financiero, tal como sucede, por ejemplo, con las estrategias especulativas descriptas en el punto 3.9 del presente estudio.

Con relación a ello, la Dirección de Asesoría Técnica se ha expedido por medio de su Dictamen N° 83/2006 respecto de las operaciones de lanzamiento de opciones, opinando que tales operaciones deben calificarse siempre como especulativas.

Resumiendo

- las pérdidas por operaciones de cobertura son quebrantos generales sin restricciones en cuanto a su aplicación y con la limitación de 5 (cinco) años para utilizarlos.
- En cambio, en las operaciones de especulación los quebrantos originados por instrumentos financieros derivados, sólo podrán compensarse con ganancias netas de la misma clase en el año fiscal en que se experimentaron las pérdidas o en los 5 (cinco) años fiscales inmediatos siguientes.

Quebranto específico, Compensación de quebrantos generados por los instrumentos derivados, Posible incongruencia.

Como establecimos en el punto anterior, se establece que los quebrantos provenientes de actividades cuyos resultados no deban considerarse de fuente argentina, sólo podrán compensarse con ganancias de esa misma condición. Pero no vamos a tener quebrantos de fuente extranjera, debido a que los beneficiarios del exterior no están alcanzados. Por ende, en Argentina no vamos a poder deducirnos en la declaración jurada del impuesto bajo análisis, sumado que nuestra experiencia práctica nos lleva a tener que hacer cobertura en el exterior debido a que el mercado argentino no está muy desarrollado.

3.5.2.- Interpretación de Leyes Fiscales

Las interpretaciones propugnadas encuentran su sustente en un análisis teleológico de la normativa, ajustado a su finalidad y no el mero apego a la letra de la ley. En este sentido se debe recordar que la Corte Suprema ha sostenido que en la interpretación de las leyes se debe indagar su verdadero sentido “mediante un examen atento y profundo de sus términos que consulte la racionalidad del precepto y la voluntad del legislador, teniendo en cuenta su contexto general, los fines que la informan y su conexión con las demás normas que integran el ordenamiento jurídico”³⁷, descartando la interpretación estrictamente literal que conduzca a consecuencias notoriamente dis valiosas. Se debe indagar el sentido de la ley y de sus propósitos “de acuerdo a una razonable y discreta interpretación” de sus preceptos.

³⁷ CS, “Comercial E. Korn c. Banco de la Nación Argentina”, ED, 100-121, sumario 1284.

Coincidentemente con lo sustancial de este criterio, la Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Buenos Aires ha dicho que la aplicación de una exención impositiva no debe hacerse con carácter restrictivo sino en la medida necesaria para alcanzar los resultado por ella buscados³⁸.

Adicionalmente, la Corte Suprema de Justicia de la Nación ha sostenido que “...las normas tributarias no deben necesariamente entenderse con el alcance más restringido que su texto admita, sino en forma tal que el propósito de la ley se cumpla conforme a los principios de una razonable y discreta interpretación...” y que “...las leyes no deben interpretarse conforme a la denuda literalidad de sus vocablos, ni según rígidas pautas gramaticales, sino computando su significado jurídico profundo, teniendo en cuenta el contexto general de ellas y los fines que las informan...”³⁹

Más allá de los precedentes de la Corte y las opiniones doctrinarias, en materia fiscal es imperativo adecuar la interpretación normativa al método teleológico⁴⁰ por expresa disposición del artículo primero de la ley 11.683 (t.o.1998)⁴¹

En consecuencia, las normas fiscales atinentes a derivados deben leerse a la luz de los principios interpretativos mencionados más arriba.

Principio de realidad económica

Este principio emerge de los artículos 1° y 2° de la Ley de Procedimiento Fiscal Nro. 11.683 y modificatorias (t.o. 1998 según decreto 821/98). El artículo 1° de la citada ley dispone que “en la interpretación de las disposiciones de esta ley o de las leyes impositivas

³⁸ SC Buenos Aires “Fiscal de Estado c/ P.E. coadt. Dorney, José”, Causa B-46.667, en “Diario de Jurisprudencia Judicial”, 3/11/72.

³⁹ En relación con la interpretación de las leyes tributarias, y la evolución de la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia de la Nación (interpretación restrictiva, interpretación estricta e interpretación extensiva), ver: CASAS, José Osvaldo, “Derechos y Garantías Constitucionales del Contribuyente, A partir del principio de reserva de ley tributaria”, Pág. 681 y sgts., Ad-Hoc, Buenos Aires. El autor explica que “en la etapa historia del apogeo del pensamiento racionalista, durante los siglos XVII y XVIII, se vivió una suerte de ilusionismo sobre la perfección de la ley, considerándose la interpretación, correlativamente, como una tarea innecesario y superflua...” pero contrariamente a tales ideas, la necesidad de desentrañar el sentido y alcance de los preceptos jurídicos – en nuestro caso de las hipótesis de incidencia tributaria o de la exoneración -, como presupuesto para poder aplicarlos a los hechos impositivos acaecidos en el campo fenomenológico de la realidad, se exhibe como una verdad incontrastable que refuta la pretensión de prescindir de la labor interpretativa”

⁴⁰ Bajo el Derecho brasileño RODRIGUES PIRES afirma que el método teleológico “tal vez sea el método más importante de interpretación ya que toda norma tiene por objetivo cumplir un determinado fin”. RODRIGUES PIRES, Adilson, “Manual de Direito Tributario”, 10 edición, Pág. 40 (la traducción es propia), Forense, Río de Janeiro, 1999.

⁴¹ que dispone que “en la interpretación de las disposiciones de esta ley (la Ley de Procedimiento Tributario) o de las leyes impositivas sujetas a su régimen, se atenderá al fin de las mismas y a su significación económica...”

sujetas a su régimen, se atenderá al fin de las mismas y a su significación económica. Sólo cuando no sea posible fijar por la letra o por su espíritu, el sentido o alcance de las normas, conceptos o términos de las disposiciones antedichas, podrá recurrirse a las normas, conceptos y términos del derecho privado”. Complementando la norma citada el artículo 2° de la ley bajo examen dispone que “para determinar la verdadera naturaleza del hecho imponible se atenderá a los actos, situaciones y relaciones económicas que efectivamente realice, persigan o establezcan los contribuyentes. Cuando estos sometan esos actos, situaciones o relaciones a formas o estructuras jurídicas que no sean manifiestamente las que el derecho privado ofrezca o autorice para configurar adecuadamente la cabal intención económica y efectiva de los contribuyentes se prescindirá en la consideración del hecho imponible real, de las formas y estructuras jurídicas inadecuadas, y se considerara la situación económica real como encuadrada en las formas o estructuras que el derecho privado les aplicaría con independencia de las escogidas por los contribuyentes o les permitiría aplicar como las más adecuadas a la intención real de los mismos”.

Villegas explica que este principio “se basa en que el criterio para distribuir la carga tributaria surge de una valoración política de la capacidad contributiva que el legislador efectúa teniendo en cuenta la realidad económica. Siendo así, sólo se logrará descubrir el verdadero “sentido y alcance de la ley” recurriendo a esa misma realidad económica”⁴².

Tal como explica Martínez, la “distinción entre la intención jurídica y la intención empírica es manifiestamente impotente para fundar la conclusión de que, por interesar al derecho tributarios sólo el contenido económico del negocio, la norma jurídico-fiscal ha de interpretarse de tal manera que, cuando el presupuesto de hecho del impuesto esté constituido por un negocio jurídico, resultaría legítimo entender que la voluntad del legislador ha sido abarcar toda otra figura jurídica a la que el intérprete pueda atribuir a un contenido económico análogo... el principio general no puede ser otro... que aquel de que, por la normal y natural coincidencia del negocio con su causa típica, con su contenido

⁴² El autor continúa explicando que “el tributo se funda en la capacidad contributiva, la cual no es otra cosa que una apreciación político-social de la riqueza del contribuyente. Para efectuar esa apreciación, el legislador tiene en cuenta la forma en que esa riqueza se exterioriza (p. ej. Adquiriendo bienes suntuosos), y por ello la interpretación de las leyes tributarias debe forzosamente tener en cuenta esos elementos demostrativos de mayor o menor riqueza, que son económicos”. VILLEGAS, Héctor B., “Curso de finanzas, derecho financiero y tributario”, 8va. Edición, actualizada y ampliada, con prologo de CASAS, José Osvaldo, pág. 247, Astrea, Buenos Aires, 2002

económico, la mención del legislador fiscal de una determinada figura limita la imposición a esa figura singular con exclusión de cualquier otra”⁴³

A partir de la normativa y la doctrina citadas, cabe concluir que el principio de la realidad económica determina que en el caso en que uno o varios contribuyentes, en forma intencional, utilizaran formas jurídicas claramente inadecuadas para lograr el fin económico que persiguen, esto es, una instrumentación jurídica totalmente carente de razones de negocio que la justifique, al fisco podría impugnar la utilización de tales figuras y considerar el fin económico buscado para determinar la carga tributaria. Sin embargo, tal proceder le estará vedado al fisco en el caso de que el hecho imponible sea de naturaleza formal o en los casos en que la figura jurídica sea parte del hecho imponible⁴⁴

Los contratos derivados se encuentran sujetos al principio de realidad económica como cualquier otra transacción económica, pero con dos aspectos particulares: a) la especial disposición relativa a la determinación de la fuente, y b) el principio de equivalencia, sólo aplicable a esta clase de contratos.

Aplicación a los Derivados

Es conocido que los contratos derivados pueden combinarse con el objeto de producir un efecto financiero similar al resultante de mantener una “posición financiera” determinada.

⁴³ El autor explica que “la norma jurídica ha previsto sólo la hipótesis de divergencia consciente, querida, entre la intención empírica (intentio facti), entre la finalidad económica que las partes han querido verdaderamente alcanzar, y la intención jurídica (intentio iuris), es decir, los efectos jurídicos que emergen del tipo de negocio elegido, estatuyendo que en tal situación el impuesto se aplique, no conforme el negocio jurídico que aparece celebrado por ellas, sino al que corresponde a su determinación causal” MARTINEZ, Francisco, “El Criterio Económico y la Importancia que para el Derecho Fiscal tiene la Divergencia en el Negocio Jurídico entre la Intención Empírica y la Intención Jurídica”, Tomo XX, págs. 853, 865 y 868, Derecho Fiscal.

⁴⁴ En tal sentido entendemos que es especialmente ilustrativo el fallo de la CS “Eves Argentina SA” (Fallos 316:2329) de fecha 14 de octubre de 1993, y el comentario que realiza sobre el mismo el Dr. Casás criticando el voto en disidencia por “el alcance casi mágico que atribuye al principio hermenéutico, propio de las normas tributarias, de atender al fin de las mismas y a su significación económica”, en: CASAS, José Osvaldo, “Derechos y Garantías Constitucionales del Contribuyente, A partir del principio de reserva de ley tributaria”, pág. 727 y sgts., Ad-Hoc, Buenos Aires. Con relación a las restricciones a la aplicación del Principio de Realidad Económica también se puede ver el fallo de la CS “Autolatina Argentina SA v. Dirección General Impositiva” de fecha 27 de diciembre de 1996 en el que nuestro más alto Tribunal sostuvo que “sin desconocer la significativa importancia que tiene en esta materia el principio de “Realidad Económica”, su aplicación no puede conducir a desvirtuar lo establecido específicamente por las normas legales que regulan concretamente la relación tributaria. Una conclusión contraria afectaría al principio de reserva o legalidad –al que ya se ha hecho referencia-, supondría paralelamente un serio menoscabo de la seguridad jurídica, valor al que este Tribunal ha reconocido asimismo jerarquía constitucional e importaría prescindir de “la necesidad de que el Estado prescriba claramente los gravámenes y exenciones para que los contribuyentes puedan fácilmente ajustar sus conductas respectivas en materia tributaria”.

En tal sentido, resulta sumamente difícil establecer pautas precisas al respecto, ya que la diversidad y flexibilidad de estos instrumentos permitirían eludirlos fácilmente. Sin embargo, las normas en vigencia en materia de derivados poseen disposiciones que apuntan a regular estos supuestos, que señalan la preeminencia del criterio de interpretación basado en la realidad económica, y determinar que en el caso de existir un conjunto de transacciones con derivados que sea equivalente a otra transacción con un tratamiento establecido en la ley, se le aplicara a dicho conjunto el tratamiento fiscal de esta última. Sobre este último aspecto nos explayaremos en el siguiente punto, ya que en el presente trataremos la aplicabilidad del principio de la realidad económica a los derivados.

La Ley del Impuesto a las Ganancias establece en el último párrafo del artículo incorporado a continuación del artículo 7º, que “cuando los diferentes componentes de uno de los mencionados instrumentos o un conjunto de ellos que se encuentren vinculados, indiquen que el instrumento o el conjunto de instrumentos no expresan la real intención económica de las partes, la determinación de la ubicación de la fuente se efectuara de acuerdo con los principios aplicables a la naturaleza de la fuente productora que corresponda considerar de acuerdo con el principio de la realidad económica, en cuyo caso se aplicaran los tratamientos previstos por esta ley para los resultados originados por la misma”⁴⁵. Tal como surge de la mera lectura de la norma, la Ley de Ganancias incorporó la normativa ya contemplada por el decreto 1130/97 con relación al Principio de la Realidad Económica en materia de determinación de la fuente de ganancias. Sin embargo, si las disposiciones que se comentan en este punto no existieran, las estipulaciones contenidas en la ley 11.683 (t.o. 1998) de Procedimiento Tributario relativas a la “realidad económica” serían igualmente aplicables a las operaciones con derivados.

Recordemos que los derivados pagados a sujetos del exterior no están sujetos a retención mientras que sí lo están la generalidad de los pagos, de allí el interés del legislador de considerar en particular la aplicación de la fuente de los pagos vinculados a contratos derivados. Por su parte, el anteúltimo párrafo del artículo 9º del Decreto Reglamentario de la ley del Impuesto al Valor Agregado dispone que “cuando un conjunto de instrumentos

⁴⁵ El uso de operaciones financieras con fines fiscales y carentes de razones de negocios ha sido analizado por el Congreso de los Estados Unidos en el caso Enron, ver: *Griten Testimony of the Staff of the Joint Committee on Taxation on the Report of Investigation of Enron Corporation and Related Entities Regarding Federal Tax and Compensation Schemes, and Policy Recommendations*, presentado por Lindy L. PAUL (chief of Staff of the Joint Committee on Taxation) en la audiencia del Comité de Finanzas del Senado del 13 de febrero de 2003

derivados vinculados entre sí, o un elemento componente o varios de ellos de un mismo instrumentos denoten que de acuerdo con el principio de la realidad económica, las partes han realizado una transacción o prestación gravada por el impuestos, se aplicaran las normas previstas en la ley y en este reglamento para esas transacciones”.

En conclusión, las disposiciones citadas conllevarían a considerar gravadas en el país las operaciones que bajo la apariencia de “instrumentos y/o contratos derivados” en realidad representen otra operación.

El criterio de equivalencia y las posiciones sintéticas.

Más allá del criterio de la Realidad Económica, el último párrafo del artículo 9° del Decreto Reglamentario del IVA establece que “cuando un conjunto de transacciones con instrumentos y/o contratos derivados, sea equivalente a otra transacción y operación financiera con un tratamiento establecido en la ley del tributo, a tal conjunto se le aplicarán las normas de las transacciones u operaciones de las que resulte equivalente”.

En lo referente al Impuesto a las Ganancias cabe mencionar que el respectivo párrafo del decreto 1130 fue incorporado por la ley 25.063 (30-12-98) de Reforma a la Legislación fiscal en la Ley del Impuesto a su artículo 45 inciso j) segundo párrafo. Esta ubicación genera el interrogante de su aplicación a otras categorías de ganancias. En otras palabras, cabe preguntar si esta regla es aplicable a las empresas ya que las mismas siempre obtienen ganancias de la tercera categoría no incluida en el artículo 45 referido a la segunda categoría. Tal como comentáramos, posición sintética es aquella situación en la cual se utiliza un derivado para tener la misma situación económica que se tendría en el caso de tener un activo o un pasivo que no se tiene⁴⁶. Un ejemplo de lo dicho es el caso en el cual se intercambia un flujo fijo de fondos (v. gr. 7% anual de \$ 100.000) a cambio de los rendimientos y de toda apreciación o depreciación del valor de cierto monto de títulos valores (en nuestro ejemplo podrían ser títulos públicos por \$ 100.000 de valor al inicio de la transacción). En este ejemplo, si el costo al cual se obtiene el dinero es 1 /% económicamente es lo mismo comprar \$ 100.000 de títulos públicos que entrar en la

⁴⁶ “Los derivados financieros –explica PALMBERCH, ROSENBLOOM y RING- pueden duplicar o “digitalizar” casi cualquier transacción convencional permitiendo así una elección económicamente neutra o casi neutra entre la transacción convencional y una versión “sintética”, que puede recibir un trato distinto con fines fiscales” PALMBECK, Charles T., ROSENBLOOM, David y RING, Diane M., “Ponencia General del 49th Congress of the Internacional Fiscal Association”, Cahiers de Droit Fiscal Internacional, Vol. LXXXb, pág. 786, Cannes, 1995.

transacción antedicha. Desde un punto de vista fiscal la pregunta es si debemos considerar la posición formal o la posición sintética o económica.

En primer lugar, no debemos creer que nos encontraremos frente a formas jurídicas inadecuadas pues normalmente no es el caso por lo que no se discute la aplicación de la regla de la realidad económica sino la regla de equivalencia. En el ejemplo dado anteriormente, a los fines de ser claros, se ha sobre simplificado la realidad por lo que podría parecer que sería lo mismo comprar títulos que entrar en el *asset swap* descripto. Sin embargo, existen fuertes razones prácticas que pueden llevar a preferir una alternativa sobre otra (v. gr. costos y comisiones, problemas de confidencialidad, razones de marketing, etc.).

Cabe citar a Rosembuj quien se refiere a una norma similar de la legislación española sosteniendo que “el llamado polimorfismo del fraude, su obstinación a dejarse encerrar en tipos legales precisos, obliga a evidenciar la equivalencia (igualdad) en efectos (resultados) mediante la interpretación”⁴⁷. En materia de derivados el ritmo de cambio conlleva a que el fisco siempre esté detrás de los acontecimientos lo que implica que las operaciones son celebradas sin conocer con certeza el marco fiscal que les será aplicable⁴⁸. Esta es la principal razón que ha llevado al retroceso del principio de la realidad económica, pues el contribuyente debe gozar de la certeza en la tributación⁴⁹

Las normas citadas encontrarían su sustento en la recomendación del OECD Report on Harmful Tax Competition: An Emerging Floral Sigue, 1998 de que existan reglas de caracterización en materia de instrumentos derivados equivalentes a préstamos desde el exterior que prevengan evitar retenciones en la fuente y la aplicación de reglas de capitalización exigua⁵⁰

⁴⁷ ROSEMBUJ, Tulio, “El fraude de ley, la simulación y el abuso de las formas en el derecho tributario”, Segunda Edición, pág. 152, Marcial Pons, Madrid, 1999. Cabe destacar que el autor elaboró la obra que se cita en base a la normativa española que luego fue modificada (La Ley General Tributaria Española Nro. 230/1963 fue modificada en relación con esta temática por la ley 25 del 20 de junio de 1995)

⁴⁸ Conf. SPENCE, Donald, “Future & Options”, pág. 134, Glenlake-Amacon, New York, 19993.

⁴⁹ La certeza es un principio de la tributación ya consagrado por SMITH, Adam en su clásica obra “La Riqueza de las Naciones”, y fue receptado por nuestra CS en varios fallos, por ejemplo, el ya citado “Autolatina Argentina SA v. Dirección General Impositiva”.

⁵⁰ TEIJEIRO, Guillermo O., “Estudios sobre la Aplicación Espacial de la Ley Tributaria: La Jurisdicción Tributaria en el Contexto Internacional y las Potestades Tributarias en el Orden Provincial y Municipal”, pág. 106, La Ley, Buenos Aires, 2002.

La equivalencia se presenta frente a dos operaciones con iguales resultados económicos. Sin embargo, no se debe perder de vista que los resultados económicos deben ser evaluados en su totalidad, es decir, no sólo la ganancia o pérdida sino también el riesgo involucrado.

En relación con la aplicación de la regla bajo examen un primer análisis debe responder a su ámbito de aplicación. Es este sentido, debemos determinar si la regla es aplicable a un conjunto de dos o más instrumentos derivados o si basta un instrumento derivado en un conjunto de operaciones de otro tipo para hacer la regla aplicable. Parecería razonable entender que la sola existencia de una posición sintética, aun en el caso de que involucre una sola aplicación con derivados, sería suficiente para que se deba analizar la aplicación de la regla de la equivalencia, lo contrario implicaría un apego desmedido al texto sin considerar su finalidad. En síntesis, para aplicar la regla bajo examen deben darse las siguientes condiciones.

- Existir una equivalencia total entre la situación económica creada por el derivado y aquella cuyo tratamiento fiscal se pretende aplicar. No debería haber descalce alguno que lleva a una ventaja o desventaja ni en los resultados económicos ni en los riesgos asumidos. Si la situación involucra riesgos diferentes, entonces implica que son situaciones económicamente diferentes y por ende, no equivalentes.
- La posición sintética no debería responder a razones de negocios que justifiquen el camino seguido y que muestren que la posición a la que se llegó responde a la operatoria razonable del contribuyente.
- En tercer lugar, si bien no se desprendería directamente del texto literal de la norma, para que el fisco pueda recalificar una operación bajo la regla de la equivalencia, debería demostrar la intención del contribuyente de llegar a esa situación. En el caso contrario, eso es, sostener la aplicación automática de la teoría de la equivalencia conllevaría a una situación de total inseguridad para los contribuyentes que podrían ver como el Fisco altera el tratamiento fiscal de sus operaciones por entender que existe alguna equivalencia.

Como ejemplo de lo dicho, el fisco sólo podría recalificar los pagos bajo un derivado como pagos de interés si se demostrara: (i) una perfecta equivalencia en rendimientos y riesgos, (ii) que no existen razones de negocios que determinen el camino elegido por el

contribuyente, y (iii) la intención del contribuyente de disminuir la carga impositiva a través de esa transacción.

Nuestra legislación asume que en función del real objetivo de las partes contratantes y no de las formas jurídicas utilizadas, deberá aplicarse el correspondiente tratamiento tributario. En tal situación se plantea el caso de operaciones de venta de IFD generando ganancias en un ejercicio y su recompra posterior generando pérdidas en el próximo ejercicio fiscal.

La interpretación de la realidad económica nos lleva a desechar la forma jurídica e impugnar la ganancia y posterior pérdida por venta y compra del activo subyacente.

En Estados Unidos se prevén reglas anti evasión tales como el principio de realidad económica, principio de integración y el wash-sales rule, que contempla que ninguna pérdida sobre la venta de un activo es deducible si el mismo activo se vuelve a comprar dentro de los 30 días de realizada la venta.

Por otro lado, y del análisis de la experiencia internacional en el uso de IFD, se observa que la utilización de estructuras sintéticas permite:

- evitar la retención del impuesto a las ganancias en pagos de intereses o dividendos al exterior que se realicen bajo la figura de IFD;
- evitar asimismo aplicar las normas de thin capitalization;
- diferir la imputación de resultados.

Quebrantos en contratos de futuro no realizados en mercados institucionalizados

El Tribunal Fiscal de la Nación en la causa “Ecim SRA” (Sala A - 12/2007) se expidió en un contexto en el cual el contribuyente realizó la compra futura de títulos públicos argentinos con corredores uruguayos.

Según el contribuyente, necesitaba fondos para su actividad y atento al elevado costo del financiamiento bancario, apeló a una estrategia financiera para hacerse del dinero a menor valor, recurriendo a realizar operaciones con títulos valores. Alegó que el quebranto deducido no era más que resultado financiero, asimilable al interés, para obtener el dinero y que no se trataba de una especulación.

La AFIP cuestionó la deducción de tal pérdida por entender que no se trató de un derivado. El Tribunal confirmó el criterio del Fisco. Sobre el particular entiendo que valen los siguientes comentarios:

- los contratos derivados están mencionados en las leyes 24083 y 24441 de fondos de inversión y fideicomisos, respectivamente, no son operaciones ilegales;
- son contratos atípicos por no existir legislación que regule sus cláusulas esenciales;
- están contablemente mencionados en la resolución (FACPCE) 20;
- el contrato de derivados tiene validez legal y fiscal por lo que la pérdida de cobertura es deducible;
- el cuestionamiento del Fisco únicamente tiene asidero en tanto que se pruebe que existió simulación y que se trató de una operatoria ad hoc para generar una pérdida deducible por compraventa de títulos valores.

Resolución general (afip) 3421: En el marco de la limitación a la deducibilidad de pérdidas obtenidas a través de operaciones con derivados financieros, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) instrumentó, a través de la resolución general 3421 (BO: 26/12/2012), un régimen de registración, información y certificación de operaciones que, seguramente, intentará hacer valer a la hora de aceptar la deducción de quebrantos en el impuesto a las ganancias por parte de las empresas que realicen dichas operaciones.

Conviene recordar que, según jurisprudencia del Tribunal Fiscal de la Nación, califican como instrumentos y/o contratos derivados los contratos de compra y/o venta futura de títulos valores. En el mismo sentido, entendemos que calificarían en esta especie las operaciones de futuros con cereales o con cualquier otro "commodity".

4. Metodología

La investigación se encuadra dentro del tipo investigación-acción, comenzando con una recopilación de la bibliografía, para luego realizar una propuesta de solución a los problemas planteados.

5.- Desarrollo

El ser humano vive tomando decisiones y en ese quehacer tiene riesgos e incertidumbres inherentes a su propia limitación y a la complejidad del mundo en el que vive.

Para un decididor D, en un momento dato t, en posesión de cierto conocimiento o información H, existe cierto grado de incertidumbre en el universo U bajo consideración

cuando D no sabe con exactitud cual es, fue o será el comportamiento de ese universo U. Esta definición puede resultar un tanto imprecisa porque establece la incertidumbre en función del conocimiento. Podría establecerse otra más operativa. Para un decididor D, en un momento t, en posesión de cierto conocimiento o información H, existe cierto grado de incertidumbre en el universo U bajo su consideración, cuando D percibe que ese universo tiene mas de un comportamiento posible. Un comportamiento es posible cuando tiene cierta propensión a suceder. En términos de probabilidad, un comportamiento es posible cuando su probabilidad de mayor que cero. Al investigar el concepto de propensión a suceder (y la medición de la entropía⁵¹) existen grados de incertidumbre de acuerdo a restricciones que influyen sobre el comportamiento del universo y esas restricciones pueden de alguna manera formalizarse en modelos matemáticos.

La imposibilidad de predecir el futuro nos sumerge en escenarios de riesgo. La fuerte corriente moderna iniciada con la física cuántica pone en duda el universo determinista que sostenían Einstein, Spinoza, Hume y Kant entre otros. La incertidumbre es inherente al universo y no al observador. Durante muchos años trabajos de Prigogine⁵² y de muchos otros autores sostienen una base filosófica a la ciencia de la naturaleza desde el punto de vista de su incertidumbre.

El universo es esencialmente incierto y aun con toda la información imaginable, con todo el procesamiento necesario, con todo el conocimiento sistematizado y fácilmente obtenible llevado al grado que queramos, siempre encontraremos un residuo esencial de incertidumbre, absolutamente irresoluble.

Esta posición puede parecer más emocional que científica, pero también es verdad que podemos conseguir cierto apoyo a esta emoción en otros argumentos más sólidos, desde la indefinición de la física cuántica⁵³ hasta la invalidez lógica del determinismo. Desde esta perspectiva no deja de sorprender que toda la teoría de la evolución esta basada en una etapa de azar puro. No es nuestra intención generar un debate que cuestione el

⁵¹ Concepto extrapolado de la segunda ley de termodinámica, como medida de la estructura de la incertidumbre

⁵² Premio Nobel de química 1977

⁵³ El principio de indeterminación de Heisenberg nos dice que es imposible conocer al mismo tiempo la posición y el movimiento de una partícula.

determinismo en las ciencias, pero nos parece oportuno subrayar que nuestro análisis de situaciones de riesgo será independiente al determinismo (o no) que pudiera ocasionarlo. El hecho ocurre, por disposición divina o por determinismo, pero ocurre y eso es lo que nos importa en los negocios y en los niveles de las variables subyacentes de los mismos.

Puede ayudarnos a entender esta idea la siguiente apreciación. Einstein muere en 1955, de alguna manera aferrado a sus ideas deterministas que alguien sintetizó en la famosa boutade “Dios no juega a los dados”. En realidad, Einstein expresa en una carta a Max Born, otro famoso físico dedicado a la Teoría de los Cuanta: “Ud. cree en un Dios que juega a los dados y yo en una ley y un orden completo en un mundo que existe objetivamente...creo en ello firmemente aunque estoy muy consciente que nuestros jóvenes colegas interpretan esta convicción como signo de senilidad”. Cuando el número 6 —o cualquiera— sale en un dado no nos interesa si fue Dios o el determinismo. Nos interesa que salió ese número —o cualquier otro—. No es difícil sorprenderse de la complejidad de una situación cuando el tópico de decisión involucra varias disciplinas a la vez, desde matemáticas hasta estadística, pasando por economía, finanzas y política. Es por ellos que el estudio de las decisiones nos dirige inevitablemente a cuestiones normativas y descriptivas.

El análisis normativo de las decisiones choca sistemáticamente con el descriptivo. Mientras el análisis normativo se preocupa básicamente por la naturaleza de la racionalidad y la lógica de la toma de decisiones, el análisis descriptivo en contraste se ocupa de las creencias de la gente y de sus preferencias tal como son —y no como deberían ser—. La tensión entre lo normativo y lo descriptivo caracteriza en mucho el estudio de los juicios, las elecciones y las decisiones. Ciertamente los análisis realizados acerca de la manera de tomar decisiones comúnmente distinguen las elecciones bajo riesgo de las no riesgosas. Como probablemente el lector sabe, el ejemplo paradigmático de una decisión bajo riesgo es la aceptabilidad de un juego que da beneficios monetarios con probabilidades específicas. Por su parte, la típica decisión sin riesgo se refiere a la aceptación de transacciones en las cuales un bien o un servicio es intercambiado por dinero o trabajo.

Las elecciones tomadas bajo riesgo han sido motivo de profundos análisis a lo largo del tiempo. Las consecuencias de determinadas decisiones dependen de eventos inciertos, el hecho de tomar determinados caminos puede justificarse o explicarse desde la metáfora del

juego en el cual se apuesta dinero a partir de ciertas probabilidades preestablecidas. Esto surge de la hipótesis psicofísica de respuestas ante dinero y probabilidades⁵⁴ en la cual se trata de justificar porque la gente es adversa al riesgo y por qué esa aversión decrece en la medida que se incrementa la riqueza.

Daniel Bernouilli ya sugería en su época que la gente no evaluaba probabilidades prospectivas —de predicción— de ocurrencia sino por el contrario evaluaba el valor subjetivo de los resultados “probables” Es decir que una diferencia entre \$100 y \$200 sería distinta a una diferencia entre \$1.200 y \$1.100, algo que la matemática tradicional no aceptaría de ninguna manera.

Del concepto de concavidad de la función de utilidad aparentemente implícita en la mayoría de las decisiones humanas, surge que el 80% de probabilidad de ganar sobre una suma de dinero de \$1.000.- es superior a \$800. Algo raro parece haber en esta afirmación.

En las transacciones y negocios, el análisis de los marcos de referencia y de los valores pueden ser extendidos a aquellas elecciones entre opciones que contengan muchos atributos, como por ejemplo la aceptación o no de una operación o negocio.

En ese sentido, se sugiere que una persona al momento de decidir construye una suerte de contabilidad mental que especifica las ventajas y desventajas asociadas a cada alternativa, vinculadas al marco de referencia con que considera los atributos. El valor genérico de cada alternativa esta dado por el balance de desventajas y ventajas con relación al estado de referencia. Por consiguiente una opción será aceptable y preferible a otras si el valor de sus “beneficios” excede el valor de sus “perdidas”.

El ser humano tiende a valorar mas las perdidas que las ganancias. Esto provoca un sesgo a favor de retener el status quo en lugar de asumir algún curso de acción —aun para el caso que las probabilidades esperadas para la “perdida” o la “ganancia” sean iguales—.

Sin embargo, en la ciencia económica existen algunos enunciados de leyes, que Bunge⁵⁵ llama “dudosas leyes comportamentales” y que son subyacentes a la economía y a los

⁵⁴ **Bernouilli, Daniel** —1738— “Hidrodinámica”, Publicación Académica. **Bernouilli** sugería que la función de utilidad que explicaba esta postura era una función cóncava del dinero

⁵⁵ **Bunge Mario**—1999—. Las Ciencias Sociales en discusión. Editorial Sudamericana, Capitulo 1

teoremas, solo validos para la competencia ideal o perfecta. Dentro de estos enunciados podemos nombrar algunos de nuestro interés: “la prevalencia de la competencia imperfecta —el oligopolio— en el mundo real genera una tendencia a la explotación”; “el capitalismo es expansivo”; “el libre comercio favorece únicamente a los fuertes”.

Ningún enunciado implica conceptos subjetivos como los de utilidad, probabilidad subjetiva o expectativa racional. También es verdad que estos enunciados no pueden competir en forma alguna con leyes de la física, la química o la fisiología.

La existencia de leyes o *cuasileyes* económicas difícilmente pueda discutirse, aun si aceptamos que son bastante pocas y un tanto vagas.

Algunos eruditos asignan a todas las leyes económica validez universal, ya que las consideran enraizadas en conceptos básicos de la naturaleza humana, como por ejemplo el egoísmo. Lo importante en todo esto es no aferrarse a la falsacion de hipótesis científicas, sin pruebas empíricas que las respalden.

En lo que se refiere a temas financieros, la orientación en los estudios de Von Neuman-Morgerstern y Savage respecto del comportamiento humano ante el riesgo, están también basados en el concepto de utilidad esperada. Esta idea se centra en el análisis del comportamiento frente al riesgo y presume un decididor racional en todos sus análisis y desarrollos. La teoría de la utilidad esperada ha dominado la investigación de las decisiones bajo riesgo y ha sido generalmente aceptada como un modelo normativo racional de elección ⁵⁶ y ampliamente difundido y aplicado como un modelo descriptivo de comportamiento económico⁵⁷. Se puede asumir entonces que toda persona razonable estaría dispuesta a obedecer los axiomas de la teoría ⁵⁸ y mucha gente normalmente lo hace.

Las decisiones bajo riesgo pueden ser vistas como elecciones entre predicciones o juegos. La prevalencia de la compra de seguros respecto de potenciales perdidas —grandes o chicas— se ha referido a una fuerte evidencia de la concavidad de la función de utilidad del

⁵⁶ **Kenney y Raiffa** han sostenido esta hipótesis

⁵⁷ **Friedman, Milton & Savage, Leonard** —1970— “Utility Functions Consistent with Risk Aversion”, *The Quarterly Journal of Economics* —Web Site—, pág. 472

⁵⁸ Según los axiomas de la teoría de la utilidad esperada de **Von Neumann, John & Morgenstern, Oskar**

dinero⁵⁹, sino como se explicaría que la gente gastase tanto dinero para comprar pólizas de seguro a un precio que largamente excede el costo desde el punto de vista de cálculo actuarial.

Los aportes de Kahneman y Tversky⁶⁰, destacan la importancia de la situación de partida, centrando la atención en el comportamiento frente a las pérdidas o las ganancias esperadas en cada decisión. Esta idea se basa en la evidencia de que los mecanismos sensoriales humanos están adaptados a percibir diferencias —así un objeto se percibe como caliente o frío en función de la temperatura a la que la persona haya sido adaptada—. Esto se aplica también a la percepción de atributos no sensoriales como por ejemplo la utilidad, de forma que los individuos establecen sus preferencias en función del cambio respecto de una situación referencial.

El comportamiento frente a pérdidas y ganancias presenta una clara asimetría. El individuo suele ser más adverso a las pérdidas que atraído por las ganancias según Kahneman y Tversky. Pérdidas moderadas son valoradas el doble que ganancias de un mismo tamaño.

La aversión a las pérdidas se presenta incluso para pequeñas cantidades, de modo que los individuos prefieren mantener su situación a entrar en un juego con probabilidad 50/50 de ganar \$11.- o perder \$10.-. Un comportamiento de esta naturaleza implica una discontinuidad de la función de utilidad en el nivel de referencia que representa la situación de partida y no puede ser explicado por el análisis convencional.

El denominado efecto donación (“*endowment effect*”) es también una manifestación de la aversión a las pérdidas. Según dicho efecto, la compensación que se exige para desprenderse de un bien es mayor que la cantidad que se está dispuesto a pagar para adquirirlo.⁶¹ El abordaje que mencionáramos intenta exceder al análisis convencional —que normalmente se limita a encontrar maneras de financiar el riesgo— planteando un enfoque sistemático y holístico ⁶². Los Instrumentos Derivados Financieros —IFDs—⁶³ son

⁵⁹ Es de destacar que esto no es siempre así con relación a los seguros

⁶⁰ **Kahneman Daniel**, Premio Noble de Economía 2002 y **Tversky Amos**—1991-

⁶¹ “No hay nada más bello que lo que nunca he tenido, nada más amado que lo que perdí”. **Serrat, Joan Manuel**, —1979— Canción “Lucía”. Album recopilatorio “Lucía, Penelope y aquellas pequeñas cosas”

⁶² “**Scheiner, Robert y Micolis Jerry**—1998— “El todo por el todo”. Revista Gestión Volumen 3 numero 6

⁶³ **IFDs.** = Instrumentos Financieros Derivados, durante el desarrollo de la presente obra utilizaremos estas siglas para referirnos a los mencionados instrumentos para practicidad del lector.

eminentemente financieros, involucran reglas de calculo tanto matemáticas y estadísticas como financieras pero mantienen en esencia en un concepto mas profundo, que es la incertidumbre o el riesgo inherente a toda actividad humana. Esto resulta importante por cuanto nos permite no confundir el concepto subyacente de los meros instrumentos o metodologias de acción, para justamente evaluarlo y manejarlo y también nos recuerda que en toda actividad humana hay una inevitable carga de subjetividad.

No está a nuestro alcance, ni es nuestra intención, desarrollar la teoría predictiva a la que hemos hecho mención pero decididamente podemos decir que ésta no invalida los modelos racionales de decisión aplicables en finanzas, que serán desarrollados en este libro como conceptos subyacentes y como componentes explícitos del uso de los productos derivados, especialmente en lo que se refiere a valores teóricos. Desde la perspectiva financiera, todos los IFDs. se encuentran al servicio de una misma causa, la gestión del riesgo, entendida como sinónimo de traspaso a terceros de las consecuencias patrimoniales ocasionadas con motivo de la desfavorable evolución del precio de mercado de determinados subyacentes — tipo de interés, tipo de cambio, valores negociables, índices bursátiles, materias primas o "commodities"— o simplemente con motivo de realizar especulación.

Las construcciones realizadas a partir de dos piezas básicas —"*forwards*" y opciones—, nos permiten reconducirnos gráficamente a un juego de mecano, donde la construcción final no es sino el resultado de la conjunción de piezas más básicas. Así escucharemos hablar de "*calls*", "*puts*", "*caps*", "*floor*", "*collars*", "*mínimax*", "*swaps*", "futuros", "opciones", "instrumentos de deuda prepagables", "instrumentos de deuda convertibles", "notas indexadas en relacion a *equities*", "*redemption bonds*", "bonos flotantes inversos", "bonos con "*leverage*", "notas amortizables indexadas", "bonos sensitivos a determinados indices" e innumerables otras alternativas. Más allá de la necesidad de mencionarlos — aunque confunda al participante no experto— la intención es acercar al lector a estos conceptos sobre los que vamos a centrar la obra para ayudarlo a entender su filosofía.⁶⁴

⁶⁴ El desarrollo de los IFDs. ha tenido lugar en su mayor parte, fuera del mundo el habla hispana, por lo que a menudo no existe aún terminología equivalente y satisfactoria en español. Cuando esto ocurre la autora ha preferido mantener el uso de términos en ingles, y el participante que no conozca y el lector que no conozca la terminología de aceptación más universal se encontrará en clara desventaja. Habría sido fácil y posible inventar un "traducción al español", pero sería a riesgo de confundir al lector ya que existen varias maneras de traducir al español un mismo concepto que no

Las necesidades que a través de los IFDs. se pretenden satisfacer no son una novedad de nuestro tiempo. Desde siempre ha tenido lugar la variación de precio de las materias primas contratadas en mercados, así como los antiguos títulos cotizados en Bolsas de Comercio. Desde esta óptica, la novedad ha venido dada por la circunstancia de que, con ocasión de la innovación financiera habida en el sistema financiero internacional en los últimos años, el número de mercados financieros y con ello de materias objeto de contratación en los mismos, ha experimentado un considerable crecimiento.

No habremos de efectuar un desarrollo extensivo de todos los conceptos financieros necesarios al momento de valorar un derivado pero creemos importante comprender muchos de ellos y para lo que trataremos de describir algunos básicos que sirvan de base para un mejor entendimiento del tema. Los instrumentos derivados son eminentemente financieros, basan su calculo, su rendimiento esperado y su esencia en distintas teorías financieras y por ende tienen —además de características esencialmente propias— todas las virtudes y los defectos de las mismas.

Las altas exigencias de dividendos que los accionistas reclaman de los administradores que se enfrentan a ambientes cada vez más desafiantes, con complejos controles y seguridades, en otra época eran inimaginables. Así el avance en la tecnología —y en particular en la tecnología financiera— permite coberturas y reducciones de riesgos, encontrando para ello una inmensidad de productos y combinaciones.

Pavesi⁶⁵ resumía el proceso decisorio diciendo que cuando se decide “siempre se apuesta”, y que cada camino que una persona toma al momento de decidir implica la muerte virtual de otro camino alternativo. Finalmente se trata de eso, de elegir y de decidir ante situaciones de riesgo. En “el jardín de los senderos que se bifurcan” Borges nos transmitía una imagen incompleta pero no falsa del universo como lo concebía Ts’ui Pen, que a diferencia de Newton y Shopenhauer no creía en un tiempo uniforme y absoluto, sino creía en infinitas series de universos divergentes, convergentes y paralelos. Esa trama de tiempos que se aproximan, se bifurcan, se cortan, o secularmente se ignoran, abarca todas las

resulta ambiguo en ingles. Con el fin de dar una idea aproximada del significado de algunos conceptos, presentamos un glosario con una posible traducción de los términos utilizados.

⁶⁵ **Pavesi, Pedro**, excelente profesor del cual hemos sido alumnos en la materia “Teoría de la decisión” en la Facultad de Ciencias Económicas de la U.B.A. lamentablemente fallecido.

posibilidades. El universo es siempre incierto. La certeza es una ficción, un caso extremo y teórico de la incertidumbre nula o casi nula. Siempre actuamos en un universo incierto, con mayor o menor grado de incertidumbre en el cual toda decisión es siempre una apuesta.

El mayor conocimiento siempre nos aportara mayor certeza, siempre reducirá alguna incertidumbre, pero globalmente el mundo siempre genera incertidumbres constantemente.

Nosotros no pretendemos abarcar todas las alternativas del universo de Ts'ui Pen, sin ser presuntuosos nos haría falta mucho tiempo y mucha sabiduría. Nos conformamos con abarcar algunas pocas.

En el fondo una buena mentira ¿qué es?. Sencillamente la que constituye su propia prueba. Trataremos entonces de decir nuestra verdad sin rodeos.

Aspectos Contables y fiscales

Las normas legales son en definitiva el resultado escrito —derecho positivo— de las ideas o creencias que los hombres tienen de una determinada realidad. No son un orden impuesto por la naturaleza, sino que surgen de acuerdos o negociaciones en virtud de una existencia que se nutre de patrones culturales y muchas veces de intereses económicos de cada momento histórico.

La regulación de la justicia o de las relaciones que vinculan a los seres humanos en los quehaceres comerciales y de negocios siempre tiene una idea subyacente o una visión particularmente subjetiva del mundo y por consiguiente traerá consigo la diversidad que eso ocasiona.

Como indica la frase al inicio, combinar items previamente dispersos en un todo unificado puede resultar difícil cuando se trata aglutinar opiniones basadas en intereses a priori contrapuestos. Un cuerpo normativo que refleje intereses comerciales, financieros, y de control es un claro ejemplo de ello.

Es bien cierto que a lo largo de la actividad comercial del hombre, los criterios de percepción de una misma realidad influenciaron el resultado final y muchas veces estimularon el conflicto. Así una persona con formación contable no verá un problema de manera similar a una otra con especialidad financiera y mucho menos de la misma forma

que un profesional de impuestos. Los requerimientos con cada vez más especificaciones, además de las condiciones básicas relativas a los instrumentos derivados, tales como calidad, lugar, forma de entrega y transporte con el que será efectuada una operación, incrementaron la necesidad de una normativa clara que evite conflictos y que contribuya a la seguridad indispensable para el desarrollo de cualquier actividad económica. Los instrumentos financieros derivados son ante todo una realidad impuesta por el hombre para mitigar riesgos y a partir de ello se constituyen en una realidad económica que surge antes que la normativa asociada a ellos, cosa por demás evidente.

Es importante recordar que el avance tecnológico y financiero de los últimos años ha superado la capacidad reactiva de quienes dictan normas, ya sean contables, financieras o tributarias.

Remontarnos al origen de la formalización de los recintos de operaciones quizás pueda mostrarnos alguna influencia que tuvieron los inconvenientes de oferta y demanda luego de la guerra civil norteamericana, a partir de la cual se crean los contratos a término como fusión de los "*forwards contracts*" con los contratos "*to arrive*".

La elección de Estados Unidos como ejemplo emblemático no es casual, dado que actualmente concentran el **mayor volumen de operaciones** con IFDs. en el mundo, si consideramos todas las bolsas en las que se puede negociar, y este país es, acompañando tal desarrollo, el líder en avanzada tecnológica. Los IFDs. son tecnología aplicada.

Desde la perspectiva actual del mercado financiero, con una economía saliendo del estancamiento de largos años, con una reciente devaluación que provocó la quiebra virtual de muchas compañías y con la confianza en el sistema financiero empezando recién a recuperarse, el deseo del desarrollo de un mercado de instrumentos derivados en Argentina parecería postergarse. Dado el aporte que los IFDs. realizarían con relación a la neutralización de riesgos, resulta interesante analizar la problemática planteada, enfocándola en este caso en la legislación argentina, para así poder legislar aquellos aspectos que sean de utilidad para el emprendimiento del mercado en nuestro país, algo que la normativa vigente no contempla adecuadamente.

Si pretendemos que nuestro país se inserte en el mundo debemos por cierto considerar que hay cuatro fuerzas globales que están transformando los mercados de capitales en el ámbito

mundial. La globalización, la deconstrucción, la concentración y la desregulación.

De esto surge que un mercado de capitales desarrollado sería un importante activo estratégico nacional con efectos macroeconómicos evidentes, como el crecimiento de la economía, de los servicios financieros, de la industria de seguros y con una consecuencia en el logro de una mayor productividad a través del crecimiento del capital.

Sabemos que existe una directa relación entre la liquidez de mercado y el crecimiento económico. Y en mercados líquidos o muy líquidos el aumento del PBI per capita es sensiblemente mayor al de los mercados ilíquidos. La realidad Argentina debería entonces mirar que hacen otros países emergentes o en vías de desarrollo.

Muchos de ellos ya crearon sus propios mercados de instrumentos derivados en los cuales pueden operarse tasas de interés, “equity” y monedas.

Los ejemplos que validan la expresión anterior son; Sudáfrica —SOFEX—, Brasil —BM&F—, Malasia —KOFFE—, Taiwán —Taiwan FE—, México —MEXDER—, Corea —KOFEX—, Israel —Tel Aviv SE—, Hungría —Budapest SE—, Portugal —Bolsa de Lisboa y Oporto— Nueva Zelandia —NZFOE— e India —Bombay SE—. Vale la pena destacar que la bolsa de “Mercaderías” y futuros de Brasil comercializó en el año 2002 un volumen de contratos que supera los 105.790.000 millones de contratos negociados ubicándolo en el sexto lugar dentro de los principales mercados de IFDs. del mundo.

Hay razones económicas que pueden sustentar la existencia de un mercado de derivados en Argentina. Como vimos, países en vías de desarrollo han creado exitosamente mercados de derivados con la consiguiente mejora en la negociación y en el control. Y como en aquellos casos, en un primer momento debería desarrollarse el futuro de tasa de interés a corto plazo y luego podría ser complementado por futuros de tasa de interés de largo plazo y de moneda.

Aunque pueda resultar contradictorio, la utilización de IFDs. no es una actividad nueva en nuestro país. Proponemos el siguiente cuadro resumen⁶⁶ que nos muestra la evolución a través de los años del Mercado de estos instrumentos financieros.

⁶⁶ Jáuregui-Ale —2001— “Evolución en la imposición de Instrumentos financieros derivados según la naturaleza del inversor y su lugar de residencia” Noveno Congreso Tributario. Consejo Profesional de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Buenos Aires.

Año	Acontecimiento
1878	1ra. Exportación organizada de cereales —Trigo a Escocia—.
1884	Se funda la Bolsa de Comercio de Rosario: ofrece sus instalaciones a fin de concentrar la oferta y demanda de productos y facilitar la transparencia de precios.
1893	Creación de la Comisión Arbitral de Cereales, dentro de la Bolsa.
1899	La Comisión Arbitral cambia al nombre de "Cámara Arbitral", cuya función esencial era ser "amigable componedor", y sus funciones complementarias la de redacción de boletos, fijación de precios, etc.
1907	Se funda el Mercado de Cereales a Término de Buenos Aires, con el objetivo de registrar y garantizar, independientemente de las partes, el cumplimiento de las operaciones que se realizan por su intermedio.
1909	Se crea el Mercado General de Productos Nacionales del Rosario de Santa Fé, antecesor del actual Mercado a Término de Rosario S.A. Son sus funciones la de liquidar y garantizar los contratos al contado y a plazos de compraventa de cereales y oleaginosas
1989	Se autoriza la operatoria en dólares
1991	Se modifica la denominación por la de Mercado a Término de Buenos Aires S.A. —MATBA— y se amplía el objeto social a efectos de permitir las cotizaciones de otros productos y de las opciones
1992	Se comienzan a negociar opciones
1998	Se comienza a operar en forma electrónica
2000	Acceso a Internet

En diciembre de 2008, año de la crisis financiera internacional, se reportaron pérdidas significativas en este mercado por el abuso de estos instrumentos, básicamente por parte de personas morales, cuyo impago ha generado pérdidas por incumplimiento de pago (riesgo de crédito) a diversos bancos, como es el caso de la Comercial Mexicana (2 300 millones de dólares), con lo cual queda de manifiesto la necesidad, no de relajar, sino reorientar la estrategia en el uso de estos instrumentos y en el movimiento de flujos de capitales que ha derivado en fuertes incrementos en la volatilidad de los mercados financieros, sobre todo en economías débiles como la nuestra. Algunos Inconvenientes que trabaron en nuestro país el

desarrollo de la operatoria tradicional de los IFDs. Los altos niveles de inflación, los costos financieros implícitos en la operatoria tradicional, la intervención del gobierno en el mercado y otros factores de carácter cultural o producto del desconocimiento de los sectores interesados, limitaron el desarrollo, ocasionando que los operadores en granos no utilizaran estos instrumentos financieros. Para lograr su crecimiento, consideramos de suma importancia que se potencien los siguientes elementos: Negociación electrónica, Trading por Internet, Clearing separado, Diversificación de productos: agrícolas, energía, financieros, etc., Concreción de proyectos de creación de un nuevo Mercado de Futuros y Opciones. En términos de su desempeño, y al contrario de lo que debería esperarse de economías más volátiles⁶⁷, el mercado nacional de derivados financieros se encuentra atrasado respecto al mundo desarrollado, que es donde se concentra la mayor porción de las operaciones a nivel global en respuesta a una legislación acorde y a la presencia de menores asimetrías en la información requerida para operar con estos instrumentos. De hecho, según estudios efectuados en la materia y recomendaciones de instituciones internacionales especializadas en mejores prácticas, un determinante crucial del magro desempeño local de estos instrumentos puede hallarse, justamente, en el marco regulatorio, que, a contramano de las recomendaciones globales, sería inconsistente con la generación de un ambiente de negocios que fomente las posibilidades de las empresas e individuos de recurrir a estas herramientas para cubrirse de los diversos riesgos financieros asociados a la actividad económica.

Proyectos de creación de un mercado de IFDs. en la Argentina de nivel internacional⁶⁸ incluyendo el proyecto de modificación de concursos y quiebras. Desde el año 1995 se está intentando de diversas formas crear un mercado de futuros y derivados que contemplen operaciones ya no sólo en el ámbito local y para comercializar sobre determinados "*commodities*" —granos, oleaginosas, etc.—, sino también en el mercado internacional con productos como "*interest swap*", "*foreign currency swaps*", índices bursátiles, etc. Con

⁶⁷ Estos informes son publicados por el BCRA en junio y diciembre de cada año. Con el objetivo de observar la evolución anual del mercado de derivados, se presenta principalmente la información a diciembre de cada año. No obstante, y dado que al momento de realizar este trabajo se disponía solo de la publicación de junio para el 2017 (no así la de diciembre), la información provista por esta versión se utilizará a modo informativo.

⁶⁸ Diario *Ámbito Financiero* de los días 13/1/1998 y 18/3/1999 citado por **Jáuregui y Basualdo** "Nuevas Operaciones Financieras" Editorial Errepar . pág..149

este propósito, existieron en nuestro país diversos proyectos que apuntaban hacia dicho objetivo, entre los cuales podemos mencionar:

La eficacia de un mercado de futuros y su relación con los proyectos mencionados

La grave crisis económico financiera que ha dado lugar al nuevo esquema cambiario podría acelerar la creación del mercado de derivados, un proyecto que acumula intentos fallidos.

Un mercado de futuros otorga cierta estabilidad al activo subyacente, ya que permite conocer las expectativas del mercado, algo que hoy es vital. Además provee información para orientar la política monetaria y cambiaria y da al sector privado la oportunidad de cubrirse del riesgo cambiario. Un mercado de futuros permitiría no sólo hacer cobertura para la administración de “*portfolios*” sino también potenciar la rentabilidad, algo sin duda atractivo en momentos en que existen tan pocas oportunidades de negocios

Hoy es fundamental para poder contar con un valor razonable de referencia en cuanto a las expectativas de evolución del tipo de cambio. Esta es la primera vez que el Gobierno⁶⁹ está decidido a lograr cuanto antes la sanción del marco legal que reglamentará ese mercado, o sea no solo la creación del mismo con todas las características que hemos mencionado sino con una ley de quiebras modificada —como figura en el anexo jurídico— que acepte la compensación de los créditos y deudas recíprocos —legislación “*netting*”— Aunque este es un paso que tendría que haberse dado hace tiempo, el momento no es inoportuno.

Gobierno y operadores coinciden en la urgente necesidad de un mercado donde se puedan negociar futuros sobre divisas e índices. El debate del proyecto de ley del mercado de futuros es una buena ocasión para actualizar las funciones del organismo regulador y convertirlo en un organismo competente y eficaz.

Por lo antedicho opinamos que, el desarrollo de los IFDs. en el mundo no se ha visto reflejado en la Argentina debido, entre otras razones, a las incertidumbres existentes, una muestra clara de ello es la falta de normativa específica como hemos desarrollado en los capítulos subsiguientes, además de mencionar que ninguno de los proyectos comentados está en vigencia en la actualidad. Creemos que de la mano de la recuperación económica que tarde o temprano llegara vendrá el rejuvenecimiento y puesta en marcha de esta idea.

Que papel juega la legislación en estos proyectos?. La respuesta parece obvia, sin una

⁶⁹ Artículo publicado el día 14/02/15 en el diario El Cronista —Editorial—

legislación dinámica y sin seguridad jurídica al momento de realizar la operación con IFDs. es imposible garantizar un resultado exitoso y uno de los puntos pendientes evidentemente es el tratamiento fiscal de estos instrumentos cumpliendo los principios de certeza, equidad, flexibilidad y coherencia, en el área tributaria, tema que quedó parcialmente solucionado con el dictado del Decreto PEN 1130/97, y la Ley 25.063. Resta realizar la modificación propuesta en la Ley de concursos y quiebras de incorporar la legislación “*netting*” que permita la **compensación de créditos y deudas recíprocos** pues la ausencia de previsión normativa incrementa la incertidumbre. Los principales mercados que operan actualmente en la Argentina,

- Mercado a Término de Rosario —ROFEX—
- Mercado a Término de Buenos Aires S.A.

Cuestiones específicas a resaltar

Garantías. credit default swap con contrapartes del exterior

Tratándose de operaciones que cubren riesgos de cumplimiento de crédito por el deudor local de un préstamo con el exterior, llamadas en la jerga financiera crédito default swap, el pago del precio por la garantía no se encontraría sujeto a tributación con sustento en los dictámenes 38/1965 y 24/1966. Dichos dictámenes consideran no asimilar tales pagos por analogía a las primas de seguros de crédito, están sujetas a tributación. Destacamos en sentido contrario la posición del Tribunal Fiscal de la Nación en la causa “Hidroeléctrica El Chocón” (Sala C - 8/3/2007) y de la AFIP dictamen (DAT) 18/2003 (sugerimos su lectura por lo interesante del mismo). Sería conveniente que el Fisco reviera y ratificare o rectificare la opinión oportunamente vertida para los IFD. Lo que sustenta la diferenciación con el contrato de seguros (L. 17418) es que los IFD no cuentan con legislación al respecto. Asimismo, tienen una finalidad resarcitoria del interés asegurado -único sujeto que cubre su riesgo-, el asegurador asume el riesgo a cambio de la prima abonada por el asegurado. Existe un interés asegurable para su validez, y ante la ocurrencia del evento se resarce el daño, finalidad indemnizatoria. En los IFD, ambas partes se cubren del riesgo sobre el activo subyacente -por ejemplo, contratos de futuros-. Si a esto sumamos la existencia de derivados especulativos en los que no hay riesgo que se cubra, cerramos la posibilidad de tal semejanza con los contratos de seguro.

Por otro lado, no debemos confundir esta figura con el total return swap, que implica un típico swap y cuyo tratamiento se considera un acuerdo de compensaciones recíprocas.

Stock options

Para el caso del trabajo del personal en relación de dependencia, las compensaciones en especie consistentes en opciones de compra de acciones de la sociedad o de otra perteneciente al grupo, motiva que se considere ganancia gravada de cuarta categoría y al momento del vesting (ejercicio de la opción) imputar la diferencia entre el costo de adquisición de las acciones y el valor de mercado de las mismas o en su defecto el valor patrimonial proporcional. Vemos aquí que se considera percibido un resultado por el solo hecho de ejecutarse la opción aunque las acciones no se hayan vendido y no se hayan dispuesto en los términos del artículo 18 de la ley del impuesto a las ganancias.

Ganancia por liquidación de IFD

Se plantea la situación de aquellos IFD, por ejemplo, opciones sobre commodities que se ejecutan mediante la entrega del activo subyacente a un valor inferior al valor de mercado (situación lógica para ejecutar la opción).

En tal caso, la parte que obtiene el activo, ¿corresponde que reconozca la ganancia sobre el IFD al momento de recibir el activo subyacente a un valor inferior al de mercado o cuando enajene el mismo? Todo depende si a los resultados por IFD le damos o no entidad propia e independiente del hecho posterior que se realice con el activo subyacente.

No habiendo disposiciones específicas, si aplicamos criterio similar al de stock options debiera reconocerse la ganancia al liquidarse la operación.

Al respecto, debemos hacer, en el primer momento, un análisis complementario, pues si el activo subyacente es por ejemplo acciones no estará gravado el resultado obtenido como el que surja posteriormente por la revaluación de las mismas, sino hasta el momento de su venta. En cambio, de tratarse de otros activos subyacentes, por ejemplo, de bienes de cambio donde el reconocimiento de los resultados/revalúos, que al cierre de ejercicio se consideran gravados fiscalmente, es aplicable el criterio general antes esbozado.

No obstante, si analizamos doctrina internacional no existe una posición uniforme si bien el criterio mayoritario es sujetar a imposición al resultado obtenido aunque no se haya enajenado el activo subyacente.

Esperamos que esta situación de relevancia en la operatoria con IFD se aclare prontamente por el Fisco.

Momento de reconocimiento fiscal de los ingresos o pérdidas por IFD

Este aspecto no está regulado en la norma del impuesto a las ganancias ni de impuestos locales. Una primera interpretación nos llevaría a concluir que el momento de resolución de los contratos es cuando exista certeza de la operación. No obstante hasta tanto no se definan normas tributarias específicas debería aplicarse supletoriamente el fallo “Industrias Plásticas D’Accord” (TFN - Sala A - 12/1997), que establece que donde no existe un criterio específico de imputación fiscal que motiva la autonomía del criterio fiscal respecto del contable corresponderá seguir como momento de reconocimiento de resultados el criterio adoptado a los fines contables.

Igual criterio procede respecto de las primas de opciones, dado que responden al pago de un precio para tener derecho (pero no la obligación) a ejecutar un contrato relacionado con la compra o venta de un activo subyacente. Tal derecho se imputa a resultados como costo de la opción para el tomador de la misma, y como ingreso para el lanzador/contraparte del contrato. Frente a tales operaciones podemos asumir fiscalmente los siguientes criterios:

- Reconocimiento de resultados cuando la operación se liquida, es decir, se tributa sobre el resultado cuando el contrato está cerrado.

Destacamos que en el Congreso de la IFA Cannes 1995, se expuso entre otras directrices, que en las operaciones de cobertura deberían reconocerse sus resultados al vencimiento del contrato, en tanto que en las operaciones especulativas se reconocería aplicando la regla mark to market, es decir, al cierre del ejercicio.

- Mark to market, o criterio de ajuste a mercado, es la situación diametralmente opuesta, donde no hay que esperar el vencimiento, sino que hay que reflejar los resultados de acuerdo con la evolución de mercado.

- Criterio de consistencia o congruencia con el activo subyacente, esto es, un criterio integrador, en el que el resultado del derivado se vincula con el del negocio principal.

Es necesario recordar que las resoluciones técnicas (FACPCE) 18 y 20 disponen que los riesgos a cubrir contablemente son riesgos de flujos de efectivo, de cambios en el valor corriente y de la inversión neta de una entidad extranjera:

- Riesgo de flujos de efectivo: es la exposición a la variabilidad de los flujos de efectivo que se atribuye a un riesgo particular y que afectarán a los resultados.
- Riesgo a los cambios en el valor corriente: es la exposición a los cambios en el total o una posición identificada del valor corriente de activos o pasivos reconocidos en los estados contables atribuible a un riesgo particular y que pueda afectar el resultado.
- Riesgo de una inversión neta en una entidad extranjera: es la exposición al cambio en los flujos de efectivo correspondientes a la porción que pertenece a la empresa en el patrimonio neto de la entidad extranjera (no integrada).

El reconocimiento de la cobertura eficaz de los riesgos de flujos de efectivo se imputa contra patrimonio neto. El resto de las coberturas se imputa contra resultados.

Una operación de cobertura califica contablemente como tal cuando:

a) al comienzo de la operación de cobertura existe documentación formal que especifique:

- la estrategia y el objetivo de la administración en el manejo de riesgos del tipo de los cubiertos, favorables a la realización de la operación de cobertura;
- la identificación del instrumento de cobertura, del ítem o partida a cubrir y la naturaleza de los riesgos que se pretende cubrir;
- el modo en que se medirá la eficacia que muestre el instrumento de cobertura a los riesgos cubiertos.

b) se espera que la cobertura sea eficaz en los términos dispuestos por la resolución técnica 20;

c) la efectividad de la cobertura puede ser medida sobre bases confiables;

d) la cobertura tuvo una alta tasa de eficacia a lo largo de todo el ejercicio.

La eficacia de la cobertura es el grado en el cual se alcanza por parte del instrumento de cobertura, la compensación de los cambios en el valor o en los flujos de efectivos atribuidos al ítem o partida cubierta.

Se considera que una cobertura es eficaz cuando en su origen, como en el resto de la vida de la misma, sus cambios (en el valor o en los flujos de efectivo) compensen entre un 80% y un 125% los cambios (en el valor o en los flujos de efectivo) en el sentido contrario del ítem o partida cubierta.

Una empresa podrá presumir que una operación de cobertura es completamente eficaz durante el plazo que dure esa operación, cuando las condiciones críticas (monto, moneda, plazos, fecha de liquidación, etc.) del instrumento de cobertura y de la totalidad de los ítem o partidas cubiertas sean las mismas.

Se destaca que en Estados Unidos, el criterio general de reconocimiento de resultados es mark to market, salvo para operaciones de cobertura. En el caso de intermediarios, dicho método se aplica en todas las operaciones. En el caso de personas físicas se aplica el criterio de lo percibido cualquiera fuera el tipo de operación.

Calificación de las operaciones como de "cobertura"

De acuerdo con el texto legal mencionado al comienzo del capítulo como definición insuficiente, las pérdidas generadas por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos derivados son un quebranto específico sólo computable contra utilidades del mismo tipo, salvo que se trate de operaciones de cobertura. Para la ley, *"una transacción o contrato de productos derivados se considerará como 'operación de cobertura', si tiene por objeto reducir el efecto de las futuras fluctuaciones en precios o tasas de mercado, sobre los resultados de la o las actividades económicas principales"*.

El Fisco reglamenta, con efecto para los cierres de ejercicio que se produzcan a partir del 1 de enero de 2013, las características que deben darse en forma concomitante para que el instrumento sea tipificado fiscalmente como operación de cobertura, a saber:

- a) que tenga por objeto reducir el efecto de las fluctuaciones en precios o tasas de mercado sobre los resultados de la o las actividades económicas principales;
- b) que posea vinculación directa con dichas actividades principales, siempre que el elemento subyacente también la tenga;
- c) que resulte acorde con el riesgo a cubrir;
- d) que se encuentre explícitamente identificada, desde su nacimiento, con el riesgo que pretende cubrir.

También explicita **la prueba** que considerará válida, indicando entre otros elementos a los siguientes:

1. Registros contables.
2. Respaldo instrumental de los documentos que se indican a continuación que mejor reflejen la realidad económica:

- a) Estudios y proyecciones de la exposición al riesgo que se quiere cubrir.
- b) Análisis y evaluación de posibles operaciones con derivados.
- c) Actas de directorio y equivalentes en las que se decida concertar el instrumento derivado, justificando la decisión e indicando la forma en la que se evaluará el efecto.
- d) Concertación de la operación y confirmación de su aceptación.
- e) Pago de primas u otros cargos al inicio de la operación.
- f) Evaluaciones económico-financieras a la fecha de cierre del ejercicio -en caso de decidirse la continuidad del instrumento- o a la fecha en la que se adopte la decisión de salida. La resolución pretende que de los elementos mencionados surja en forma "fehaciente" la fecha de las operaciones principales, de las concertadas con derivados y de las liquidaciones respectivas. Recuerda que, en caso de existir contrapartes del exterior, se deberá contar con los elementos requeridos por las normas financieras y cambiarias.

Informe especial de contador público: A partir de los cierres de enero de 2013 en adelante, los contribuyentes del impuesto a las ganancias que hubieran obtenido resultados provenientes de operaciones con derivados, cuando sus ingresos anuales resulten superiores a los que a continuación se detallan, deberán presentar el formulario de declaración jurada 2662/D, y un informe especial emitido y suscripto por contador público.

Actividad principal	Ingresos brutos anuales
Agropecuario	\$ 24.100.000
Industria y minería	\$ 82.200.000
Comercio	\$ 111.900.000
Servicios	\$ 28.300.000
Construcción	\$ 37.700.000

El vencimiento para la presentación de la declaración jurada y del informe será el último día hábil del mes calendario posterior al del vencimiento para la declaración jurada anual del impuesto a las ganancias. El informe del contador deberá contener, además del monto de los resultados por operaciones con derivados incluidos en la declaración jurada, los siguientes:

- a) Datos relativos a la contabilización.

- b) Datos de los que califican como operaciones de cobertura.
- c) Documentación de respaldo tenida en cuenta para definir que se trata de instrumentos de cobertura.
- d) Opinión respecto del tratamiento otorgado en el impuesto a las ganancias a los resultados provenientes de estos instrumentos y razonabilidad de sus importes.

La declaración jurada y el informe tendrán firmas digitales del contribuyente, del contador público y del consejo profesional que certifique la firma de este último, y se presentarán a través del sitio Web del Organismo.

Problemas y posibles soluciones:

El problema que más nos preocupa de esta resolución es que se define cobertura vía resolución general cuando la misma ante la insuficiencia de la establecida en la norma legal debería haber salido por decreto. Se puede plantear la impugnación por ende de la resolución. Inclusión de las entidades financieras regidas por la ley 21.526 dentro de los sujetos obligados a reportar sobre sus pérdidas por derivados, y en caso de que las mismas no sean pérdidas de operaciones de cobertura restringir su deducción y aplicación solamente contra ganancias especulativas. Este punto es controvertido dada la insuficiencia de la definición de operación de cobertura, Si bien en la legislación comparada y las jornadas de la IFA se plantea el tratamiento diferencial se establece que debe ser claro y certero cosa que no sucede en nuestra normativa

Actualmente los bancos por normas del BCRA están obligados a informar si sus operaciones son o no de cobertura. Alrededor del 75% de las operaciones que realizan son intermediación y no de cobertura. Dicho alto porcentaje refleja que antes las normas del BCRA los bancos podrían no estar cubriendo posiciones propias sino intermediando entre partes. En tal sentido debiera justificarse si de la intermediación existe descalce y por ende dicho descalce configura una especulación por no estar los riesgos calzados conforme el criterio de AFIP de la RG 3421. **En conclusión las intermediaciones no calzadas configuran operaciones especulativas.** Por ende el importe aproximado de resultados por operaciones de intermediación es de \$100.000 que de considerarse especulativos se restringiría su deducción contra ganancias especulativas.

Por otro lado, parte de dicha cifra esta calzada con contrapartes del exterior, que atento a la definición actual de fuente, no está sujeta a retención del impuesto a las ganancias, pues los beneficiarios del exterior están excluidos del gravamen en operaciones con instrumentos derivados (es una excepción al principio de fuente). En el peor de los escenarios, manteniendo la normativa actual que excluye a los bancos de la obligación de justificar sus quebrantos con derivados, se estaría deduciendo el quebranto sin limitación alguna. También, por contrapartida el pago al exterior no estaría tampoco sujeto al impuesto a las ganancias.

6.- Conclusiones y Reflexiones Finales

El desarrollo de los mercados de IFDs es importante para nuestro país, hecho que nos obliga a actualizar toda la legislación que los vincule.

Hoy en día no cubrir un riesgo a movimientos de precio de mercado equivale a asumírselos voluntariamente, a tomar enormes posiciones de naturaleza especulativa sobre tasa de interés, las divisas, materias primas, o cualquier otra variable. Como se mencionó existieron varios proyectos —no concretados— para la creación de un mercado de instrumentos derivados en la Argentina de nivel internacional, lo que revela un gran interés y necesidad de operar con este tipo de instrumentos ya no solo a nivel local y sólo sobre determinados commodities, sino a nivel internacional. Acompañando a esos emprendimientos, se han producido numerosos avances respecto a cómo se contabilizan y cuál debe ser su tratamiento tributario.

Hemos comprobado que la hipótesis de partida es certera, por ende, afirmamos que la legislación argentina no contempla adecuadamente a los IFDs. El esquema que preparamos al elaborar nuestra propuesta, permitió analizar los problemas aquí planteados, con todo ello formulamos propuestas de solución a los problemas en cuestión.

De esta manera proponemos los lineamientos, que deberían seguir los legisladores y las autoridades fiscales, para elaborar un cambio, el cual permita establecer un marco impositivo apropiado para los IFDs en términos de certeza, consistencia, equidad y flexibilidad. Si bien, las normas establecidas por el Decreto 1130 y la Ley 25.063 constituyeron un gran avance al establecer algunas disposiciones particulares —como normativa específica— en La ley del Impuesto a las Ganancias y en el Decreto del

Impuesto al Valor Agregado ya que las mismas han esbozado las pautas fundamentales en materia fiscal aplicables a quienes operan con instrumentos financieros derivados en la Argentina.

Se abre la posibilidad de que un mercado líquido de estos instrumentos permita a las empresas que operan en nuestro país cubrir los riesgos que las afectan en forma más eficiente. Esta normativa, elevada en parte al rango de ley formal, representa un importante beneficio para esta actividad, en relación a la obtención de *certidumbre* fiscal para quienes operen con IFDs, especialmente con contrapartes del exterior. Estas al ser generales, cumplen con el principio de *flexibilidad* pero quedan todavía cuestiones por resolver en términos de *certeza, equidad y consistencia*. Además, como se pudimos observar es necesario establecer *normas específicas* en los impuestos donde todavía estos contratos no se definen expresamente en los demás impuestos tanto nacionales como provinciales como el caso de Ingresos Brutos en particular. Se identifican los problemas o inconvenientes en materia de fiscalidad de IFD en Argentina, respecto del IG:

- Ausencia de legislación de fondo, que clarifique la naturaleza de estos productos, otorgue seguridad a los contratantes, y facilite consecuentemente su fiscalidad (conceptualización, caracterización jurídica, operatoria, tipología, clasificaciones, situación ante concursos o quiebra, etc.).
- Claro incentivo a prácticas de planificación fiscal abusiva, dado el tratamiento beneficioso otorgado por la legislación vigente a la operatoria con estos instrumentos cuando la contraparte que obtenga los resultados resida en el exterior.
- Falta de fundamentos sólidos para defender en el ámbito nacional un tratamiento ventajoso de determinadas operatorias, por ejemplo posiciones de especulación tomadas con contrapartes del exterior, respecto de otras operatorias que, en igualdad de situación, resultan alcanzadas por la retención en la fuente, por ejemplo préstamos, transferencia de tecnología, etc.
- Vago concepto de operatoria de cobertura.
- Vacíos legales, en lo que atañe a la imputación de los resultados a los

distintos periodos fiscales.

- Incertidumbre sobre la posibilidad de computar como pago a cuenta de Impuesto a las Ganancias, los gravámenes análogos pagados en el exterior.
- Incertidumbre sobre la obligación de declarar como gravada la ganancia en las opciones de compra de bienes con cotización (por ejemplo, acciones) ante el ejercicio de las mismas, adquiriéndolos a un precio menor que el vigente en el mercado a ese momento.
- Falta de definición respecto del tratamiento tributario en los Impuestos Patrimoniales (Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta e Impuesto sobre los Bienes Provinciales) y también de Impuestos Provinciales.

Arribamos a las siguientes propuestas, que ofrecemos como directrices para, en una futura reforma legislativa tener en cuenta respecto de la legislación de estos instrumentos financieros

- Establecer, modificar y/o complementar la legislación de fondo para dar seguridad y certeza a los contratantes en la utilización de estos instrumentos, y que a su vez de- limitar el alcance de su concepto, las tipologías admitidas y las implicancias jurídicas, facilitándose además el tratamiento tributario.
- Revisar el concepto de fuente a la luz de la legislación de otros países, esclareciéndose la posibilidad de computar como pago a cuenta los impuestos análogos paga- dos en el exterior, y a su vez que gravar con una retención en la fuente al sujeto no residente por las rentas de operaciones de fuente argentina, con intenciones diferentes a cobertura. Establecer una presunción, que admita prueba en contrario, que en supuestos de contrapartes ubicadas en paraísos fiscales se considerará que la operación reviste el carácter de especulación.
- Respecto de las operaciones de cobertura, precisar el concepto y alcance, de modo tal que se dé mayor certidumbre a la Administración Tributaria en su accionar de control y al Contribuyente en el cumplimiento de sus

obligaciones.

- Instaurar un régimen de información por suministro periódico, para las operaciones celebradas con IFD, donde se indiquen fechas, montos involucrados, mercados o contrapartes (OTC), intermediarios, formas de pago, intención de la operación, partida o transacción cubierta, etc.
- Establecer pautas para la imputación de los resultados por la operatoria con estos instrumentos, distinguiendo las operaciones de cobertura del resto, indicando para las primeras un tratamiento simétrico y congruente respecto de la partida o transacción cubierta, en tanto que en el resto de los casos, la generación de los resultados se producirá al cierre de cada ejercicio fiscal.
- Precisar la gravabilidad y el momento en que corresponderá imputar las ganancias ante opciones de compra (call) de productos o valores cotizables, en supuestos de adquisición a valores inferiores a los de mercado. Las alternativas serían: al momento de ejercitarse la opción o al momento de la venta del activo subyacente (menor costo computable).
- Sacar mayor provecho a los CDI o a los Tratados para el Intercambio de Información, a efectos de validar transacciones con IFD cuando la contraparte o el mercado donde se opere se ubique en el extranjero, ya sea a través del intercambio de datos y las acciones de fiscalización conjuntas, entre otras. Respecto de aquellos países donde generalmente se ubiquen los mercados o contrapartes con las cuales se establecen estos contratos, sería conveniente anexar a los respectivos convenios pautas específicas respecto a la fiscalidad de estos instrumentos (“protocolos adicionales”).

Como agregado a estas propuestas, de las cuales fueron recepcionadas algunas por la AFIP y publicadas en el Boletín Oficial luego de la culminación presente tesis doctoral, el organismo fiscal AFIP ha emitido la Resolución a través del dictado de la resolución general (AFIP) 3421 se instrumenta un **régimen de registración, información y certificación de operaciones con IFD**. Por ello, describiremos aquellos aspectos que

consideramos fiscalmente controvertidos de la operatoria en los mercados regulados y no regulados, tal como hemos explicado anteriormente.

1. La parte de la norma que define el **concepto de operaciones de cobertura** debería haber salido por decreto reglamentario y no por resolución. Esto trae el problema de su posible impugnación dado que no es la vía adecuada para establecer la mencionada definición faltante en la Ley, recomendamos su elevación al Decreto Reglamentario de la Ley del Impuesto a las Ganancias.
2. **Recomendamos la inclusión de las entidades financieras regidas por la ley 21.526 dentro de los sujetos obligados a reportar sobre sus pérdidas por derivados**, y en caso de que las mismas no sean pérdidas de operaciones de cobertura restringir su deducción y aplicación solamente contra ganancias especulativas

Actualmente los bancos por normas del BCRA están obligados a informar si sus operaciones son o no de cobertura. Alrededor del 75% de las operaciones que realizan son intermediación y no de cobertura. Dicho alto porcentaje refleja que antes las normas del BCRA los bancos podrían no estar cubriendo posiciones propias sino intermediando entre partes. En tal sentido debiera justificarse si de la intermediación existe descalce y por ende dicho descalce configura una especulación por no estar los riesgos calzados conforme el criterio de AFIP de la RG 3421. En conclusión las intermediaciones no calzadas configuran operaciones especulativas.

El importe aproximado de resultados por operaciones de intermediación es de \$100.000 que de considerarse especulativos se restringiría su deducción contra ganancias especulativas.

Por otro lado, parte de dicha cifra esta calzada con contrapartes del exterior, que atento a la definición actual de fuente, no está sujeta a retención del impuesto a las ganancias, pues los beneficiarios del exterior están excluidos del gravamen en operaciones con instrumentos derivados (es una excepción al principio de fuente).

En el peor de los escenarios, manteniendo la normativa actual que excluye a los bancos de

la obligación de justificar sus quebrantos con derivados, se estaría deduciendo el quebranto sin limitación alguna.

También, por contrapartida el pago al exterior no estaría tampoco sujeto al impuesto a las ganancias.

3. Calificación como de cobertura a la o las actividades económicas habituales que realice el contribuyente que tenga relación con el objeto del negocio y cuando se superen los montos de facturación que fija la RG 3421 para una o varias de ellas. La calificación es para el año en que se realice el correspondiente estudio como en los siguientes ejercicios hasta que finalice la operación de derivados.

Actualmente la redacción es confusa y permitiría considerar como de cobertura aquella actividad (solo una) cuyo importe de facturación supere los montos fijados por la RG 3421. Pareciera surgir de la norma que si realizó dos actividades y una de ellas supera los topes, se considerara solamente de cobertura a los resultados de dicha actividad.

Debería mejorarse la redacción para considerar de cobertura a la o las actividades cuyos ingresos superen los montos que fija la RG 3421, independientemente si están o no incluidas como tales en el objeto social.

Adicionalmente, si la actividad considerada de cobertura en el año 1, luego en el año 2 se considera especulativa por no superarse en el año previo el volumen de ingresos fijados por la RG 3421, se produciría un efecto no deseado de restringir la imputación de las pérdidas en el año dos cuando en el año base las mismas fueron consideradas pérdidas de cobertura. Ello independientemente del problema administrativo del seguimiento de los resultados.

Por ello la definición de cobertura de una operación en el año base aconsejamos que se permita que se extienda dicho criterio hasta que se liquide la operación celebrada.

4. La imputación de los resultados generados por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos derivados se imputarán conforme su devengamiento al cierre de cada ejercicio excepto aquellos provenientes de operaciones de cobertura que se reconocerán al vencimiento o liquidación de la transacción. Esto debe regularse vía reglamento para que tenga validez sino también estaría sujeto a una posible impugnación.

5. Fecha cierta. Recomendamos que tratándose de operaciones realizadas fuera de mercados transparentes, bolsas de comercio o similares, de la documentación que las instrumente deberán surgir las fechas de las operaciones principales y de las concertadas con instrumentos y/o contratos derivados de cobertura que vinculan a las partes contrayentes, como así también las de las liquidaciones respectivas.

7.- Referencias Bibliográficas

A

Abascal, A. —1981— "Mercado monetario español", Préstamos sindicados en pesetas, Madrid.

Ackoff, Russell. —1981— "Planning the corporate future", John Wiley and Son inc., New York., U.S.A.

A.D.A. —Año 2000— "Argentine Derivatives Association", Reporte Año II Nro. 5

Aftalión, Enrique R. y Vilanova, José. —1992— "Introducción al Derecho", Segunda Edición, Abeledo Perrot, Buenos Aires.

Aftalión, Enrique, García Olano, Fernando y Vilanova, José M. —1956— "Introducción al Derecho", El Ateneo, Buenos Aires, T. I.

Agostinelli, R. —1991— "Camera dei Lords", Banca Borsa e Titoli di Crédito".

Aguilar-Canosa Castella, S. —1995— "La responsabilidad de las entidades de crédito en España versus países de la Unión Europea", La Ley, 4.

Aguiló piña, J. y Ginebreda Marti, C. —1985— Las obligaciones en moneda extranjera y su exigibilidad en juicio", Revista General de Derecho.

Aguirre Rodríguez, J. —1986— "Los mercados de opciones", RDBB, Nro. 21.

Aitchinson, Robin, Olivier Morel y Michelle Bond. —1993— " Dividend usufruct allows favorable financing for U.S. corporations with French subsidiaries. 4 Journal of International Taxation".

Albella, S. —1998— "Mercado de valores: nuevo salto adelante", ABC,.

Alberdi, Juan Baustista. "Bases y puntos de partida para la organización política de la República Argentina"

Alfaro Águila-Real, J. —1991— "Las condiciones generales de la contratación", Monografías Cívicas.

Alguer, J. —1935— "Para la crítica del concepto de precontrato", Revista de Derecho Privado.

Almarza, Alejandro. "Tratamiento en el impuesto al valor agregado de venta de cartera y de descuento de documentos". Impuestos. Volumen LI.

Almeida Prado Fernando R. De. —1994— "Derivatives in Brazil help business circumvent rampant inflation". Journal of International Taxation.

Alonso Espinosa, F. —1993— "Intereses del inversor y mercado de valores", RDM, Nro. 208.

Alonso Moya, F. —1933— "El contrato de opción como un contrato preparatorio", Revista Universal, tomo V.

Alonso Soto, R. —1990— "La permuta financiera", Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero, Madrid.

Alterini, Atilio A. —1996— "Derecho de Obligaciones Civiles y Comerciales", Editorial Abeledo Perrot.

Alvarez-Alonso, A. —1986— "Mercados de futuros financieros", Información Comercial Española.

Alvarez-Cienfuegos Suarez, J. —1992— "Las obligaciones concertadas por medios informáticos y la documentación electrónica de los actos jurídicos", La Ley, 3.

Alvarez del Manzano, F., Bonilla, A. y Miñana, E. —1916— "Tratado de Derecho Mercantil", Madrid.

Ámbito Financiero —15/6/2001— **ARFEX** —Argentine Future Exchange—: aprobado por la Bolsa de Comercio —falta la aprobación de la Comisión Nacional de Valores, también en suspenso—, es un intento por armar un nuevo mercado de derivados en la Argentina; un aspecto particular de esta propuesta son las distintas categorías de agentes que se está creando: "habrá negociadores, compensadores, hacedores de mercado, temporarios, remotos —operaran desde el exterior— y locales —exclusivamente para cartera propia—", se espera que opere con contratos de futuros, opciones, canje —"swaps"—, sobre índices y otros derivados de bonos públicos; este proyecto se diferencia en la inexistencia de una cámara compensadora independiente para las operaciones, recepcionando la experiencia de otros mercados del mundo que optaron por este sistema.

American Society of International Law. —1986— 25 International Legal Materials. "Hague Conference on Private International Law: Explanatory Report by Alfred Von Ovebeck on the Hague Convention on the Law Applicable to Trusts and on Their Recognition".

Andersen, T. —1990— "Euromarket instruments", New York Institute of Finance, New York.

Andrus Joseph L. y Harter L. G. —1989— "Outline of Commercial and Tax Considerations in Currency and Interest Rate Swaps" Baker Y Mckenzie.

Antezana Paz, F. —1935— "Moneda, crédito, cambios extranjeros y estabilización", Madrid.

Apreda, Rodolfo, "Obligaciones Negocialbles".

Arcangeli. —1956— "Scritti di diritto commerciale ed agrario, II", Padova.

Arévalo Alberto —1969— "Elementos de Contabilidad General". Editorial Difusión S.A.

Asay, M. y Edelberg, C. —1986— "Can a dynamic strategy replicate the returns on an option?", Journal of Future Markets.

Asiaín, Jorge, —1997— "Derivados: Definiciones de orden reglamentario". Diario Ambito Financiero .

Asiaín, Jorge, —1997— "Transfer princing" Asociación de Estudios Fiscales. Boletín informativo.

Asiaín, Jorge, "Impuesto al valor agregado. Reforma inherente al sistema financiero". Decreto 879/92. ERREPAR D.T. Tomo XII.

Asiaín, Jorge. "Impuesto al valor agregado. Cesión de créditos". Errepar D.T. TomoXIV.

Auerback Alan J. —1991— Retrospective Capital Taxation, 81 Am. Econ. Rev. 169.

Augros, J. —1987— "Finance. Options et obligations convertibles", Económica, 2da. edición, París.

Augros, J y Mealer, D. —1987— "Bourse. Les options négociables", Ed. Vuibert, págs. 154-192, París.

Auriales Martín, A. —1987— "Créditos sindicados con interés variable", Barcelona, PPU.

Avilés Cucurella, G. y Pou de Avilés, J. —1959— "Derecho Mercantil", 3ra. ed., Barcelona.

Azofra Vegas, F. "La contratación electrónica bancaria", RDBB, Nro. 68.

Azorín Roncero, J. —1985— "La ley general de protección de los derechos de usuarios y consumidores. Operaciones bancarias", RGD.

B

Bachelier., Louis —1990— "Theorie de la Speculation", Gauthier-Villars

Badenes Gasset, R. —1979— "El contrato de compraventa", Barcelona, Bosch.

Bailby, G. —1996— "Le developpement du collateral", Banque, Nro. 569.

Baistrocchi, Eduardo;—1998—"Opciones: sus enfoques fiscales en el derecho federal argentino". Asociación de Estudios Fiscales. Boletín informativo.

Baistrocchi, Eduardo;—1998—"Opciones: sus enfoques fiscales en el derecho federal argentino, parte II". Asociación de Estudios Fiscales. Boletín informativo.

Ball R. y Brown P. —1968— "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research,

Banco General De Negocios. —1994—Argentina en "The 1994 Guide to world equity markets". Euromoney.

Bank for International Settlements. "IAS39 Implementation Guidance" www.bis.org/bcbs/commentletters/iasb02.pdf

Bankers Trust. —1992— "OTC equity derivatives", Dictionary of Derivatives 1992, Euromoney.

Barallat López, L. —1988— "Proceso de innovación en el sistema financiero español", Madrid.

Barbero, D. —1967— "Sistema del derdcho privado", traducción de Santiago Sentís Melendo, Buenos Aires.

Barenblat, J y Mealer, D. —1992— "Stock Index Options". Probus Publishing, Chicago.

Barne Michael J. Y Spector Philip H. 33 Tax Management Memo. "Substitute Payments in Cross-Border Securities Lending Transaction".

Barone- Adesi, G. y Whaley, R. —1987— "Efficient analytic approximation of American option values", Journal of Finance.

Bartmann, F., Milich, D. y Voldstad, C. —1994— "Separating credit and market risks: The special purpose derivatives vehicle", The Financier: ACMT, Vol I, Nro. 4.

- Basagoiti, A.** —1981— "Las otras fuentes de financiación a largo plazo y su análisis comparativo", Préstamos sindicados en pesetas, Madrid.
- Bates Jr. John C.** Detachable Call Options on Municipals Provide Benefits for Both Issuers and Holders. 79 Journal of International Taxation.
- Battle Jr. Frank V.** —1991—"Bifurcation of Financial Instruments". Taxes.
- Battley, Nick,** —1989—"Commodity futures and options", Probus publishing Co.
- Beckers, S.** —1981— "Standard deviations in option prices as predictors of future stock price variability", Journal of Banking and Finance, 5.
- Beer Yishai.** —1994— "The Taxation of Interest Swaps and the Financial Service Charge: Toward a consistent approach". Tax Notes International.
- Belmonte, A.** —1998— "Euro Globex, cabeza de león en el mercado de derivados europeo", Expansión.
- Beltrán, E.** —1986— "Las deudas de la masa", Publicaciones del Real Colegio de España.
- Beltrán de Heredia , J.** —1958— "El cumplimiento de las obligaciones", Madrid.
- Belletini Simona.** —1993—"Tax Treatment of Financial Instruments in Italy" Bulletin International Bureau of Fiscal Documentation.
- Benton, D., Devine, P. y Jarvis, P.** —1997— "Credit derivatives are not insurance products", International Financial Law Review, Nro. 11.
- Berardi, D.** —1931— "La moneda en sus relaciones cuantitativas", 2da. ed., Barcelona.
- Bercovitz, A.** —1990— "El derecho de mercado de capitales", RDBB, nro. 29.
- Bercovitz, R.** —1980— "La defensa contractual del consumidor o usuario en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios", Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores, Madrid.
- Bergés Lobera, A. y Ontiveros Baeza, E.** —1996— "Organización y funcionamiento de las bolsas en el mundo", Curso de bolsa y mercados financieros, ed. Ariel.
- Bernouilli, Daniel** —1738— "Hidrodinámica", Publicación Académica
- Bermejo, R.** —1981— "Un nuevo mercado es pesetas a largo plazo", Préstamos sindicados en pesetas, Madrid
- Besant, LL.** —1982— "Commodity trading manual", Chicago Board of Trade.

Besant, LL. y Schneeweis, T. —1984— "Financial futures markets", Handbook of Modern Finance, Boston.

Bettelheim, E. —1993— "The regulation of OTC derivatives products", Futures Trading Law and Regulation, Longman.

Bhala, R. —1994— "Risk trade-off in the foreign exchange spot, forward and derivative markets", The Financier: ACMT, Vol I, Nro. 3.

Bhattacharya, M. —1983— "Transaction data tests of efficiency of the Chicago Board Options Exchange", Journal of Financial Economics, 12.

Bicksler, J. y Chen, A. —1986— "An economic analysis of interest rate swaps", The Journal of Finance, 41.

Biger, N. y Hull, J. —1983— "The valuation of currency options", Financial Management.

Bittker & J. Eustice. —1987— Federal Income Taxation of corporations and shareholders.

Black, F. —1988— "How to use the holes in Black-Scholes".

Black, F. —1995— "Hedging, speculation and systemic risk", The Journal of Derivatives.

Black, F. —1976— "The pricing of commodity contracts", Journal of Financial Economics.

Black, F. —1975— "Fact and fantasy in the use of options and corporate liabilities", Financial Analysts Journal, 31

Black, F., Derman, E. Y Toy, W. —1990— "A one-factor model of interest rates and its application to Treasury bond options", Financial Analyst Journal.

Black, F., Karasinski, P. —1991— "Bond and option pricing when short rates are lognormal". Financial Analyst Journal.

Black, F. y Scholes. —1973— "The pricing of options and corporate liabilities", Journal of Political Economy.

Black, F. y Scholes. —1972— "The valuation of option contracts and a test of market efficiency", Journal of Finance.

Blank, S., Carter, C. y Schmiesing, B. —1991— "Futures and options markets, Trading in Financials and Commodities", Prentice-Hall.

Bodurtha, J. y Courtadon, G. —1987— "Tests of an American option pricing model on the foreign currency option market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, PyMEs. —1988— Cotización de Obligaciones Negociables.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires BCBA. Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. — MerVal—. Caja de Valores S.A.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, CEDEARs. —1988— Certificados de Depósitos Argentinos.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. —1998— El mercado bursátil en la Argentina, mayo

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. —1998— Obligaciones Negociables convertibles. Requisitos para la oferta pública y cotización en Bolsa.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Anuarios bursátiles y Memorias. Años 1993 a 1998.

Bolsa de Mercadorias & Futuros —BM&F—. Reglamento de operacoes da Bolsa de Mercadorias & Futuros.

Bolsa de Mercadorias & Futuros —BM&F—. Sao Paulo.

Bolsa de Mercadorias & Futuros —BM&F—, —1996— Síntesis de dados.

Bolsa de Valores de Sao Paulo —BOVESPA—. Como actuar no mercado. Mercado a Termo.

Bolsa de Valores de Sao Paulo —BOVESPA—. Como actuar no mercado. Mercado de Opcoes

Bolsa de Valores de Sao Paulo —BOVESPA—. Mercado de Capitais.

Bolsa de Valores de Sao Paulo —BOVESPA—. —1996— Sociedades correctoras membros da BOVESPA e permissionárias.

Bolsa de Valores de Sao Paulo —BOVESPA— —1985— O Mercado a Termo de Acoes na BOVESPA.

Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. —1985— Cómo funciona o mercado de opcoes, Serie Mercados, Rio de Janeiro.

Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. —1985— "Mercado futuro sem misterio". Serie Mercados, Rio de Janeiro.

- Bollini Shaw Carlos y Goffan, Mario.** —1995— “Operaciones bursátiles y extrabursátiles” Editorial Abeledo Perrot.
- Bookstaber, Richard M.** —1991— “Option pricing and investment strategies” 3rd Edicion, Probus Publishing Company.
- Bookstaber, Richard M., y Clarke, R.** —1982— "Problems in Evaluating the Performace of Potfolios with Options". Financial Analysts Journal, enero-febrero.
- Bookstaber, Richard M., Langsam, J.** —1988— "Portfolio Insurance Trading Rules", Journal of futures markets, febrero.
- Bookstaber, Richard M., y Clarke, R.** —1983— "Options Strategies for Institucional Investment Management. A Guide for Improving Portfolio Perfomance", Addison-Wesley, Reading, MA.
- Borda, Guillermo A.** —1971— “Tratado De Derecho Civil – Obligaciones”, Abeledo-Perrot.
- Borda, Guillermo A.** — 1998— “Tratado de Derecho Civil – Obligaciones”, Abeledo-Perrot.
- Borda, Guillermo A.** —1990— “Tratado De Derecho Civil – Contratos”, Abeledo-Perrot.
- Borda, Guillermo A.** —1970— “Tratado de Derecho Civil - Parte General”. Ed. Abeledo-Perrot.
- Borda, Guillermo A.** —1999— "Manual de Derecho Civil", Parte General, Vigésima Edición Actualizada, Abeledo Perrot, Buenos Aires.
- Borges, Jorge Luis.** "Ficciones", "La Biblioteca de Babel". Editorial Emecé.
- Boris, E.** —1998— "Derives de credit: Quel traitement comptable?", Banque.
- Borrell, M. y Roa, A.** —1990— "Los mercados de futuros financieros. Introducción a los futuros de tipo de interés. Su utilización en España", Barcelona, ed. Ariel.
- Borrell, y Soler, A.** —1955— "Derecho civil español", Barcelona.
- Bosch, U. y Hodgson, S.** —1995— "German legislation on netting of financial derivatives", Butterworths Journal of International Banking and Financial Law,
- Boulat, P. y Chabert, P.** —1992— "Les swaps. Technique contractuelle et regimen juridique", París.

Boyle, P. —1988— "A lattice framework for option pricing with two state variables", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Boyle, P. —1977— "Options: Monte Carlo approach", Journal of Financial Economics.

Boyle, P. y Emanuel, D. —1980— "Discretely adjusted option hedges", Journal of Financial Economics.

Brady, S. —1992— "Commodity derivatives", Dictionary of Derivatives 1992, Euromoney.

Brealey y Myers Stewart, —1991— "Principles of Corporate Finance" —fourth edition—, Irwin McGraw Hill

Brean Donald J. S. "International Issues in Taxation: The Canadian Perspective. Tax Paper No. 75,".

Breeden, R. —1994— "La supervisione dei mercati delle attività derivative", Banca Impresa Società..

Brennan, M y Schwartz, E. —1991— "La razón de ser de los convertibles", Análisis Financiero.

Brennan, M y Schwartz, E. —1982— "An equilibrium model of bond pricing and a test of market efficiency", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Brennan, M y Schwartz, E. —1978— "Finite difference methods and jump processes arising in the pricing of contingent claims: A synthesis" Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Brennan, M y Schwartz, E. —1977— "The valuation of American put options", Journal of Finance.

Brenner, M.; Courtadon, G. Y Subrahmanyam, M. —1989— "Options on Stock Indices and Options on Futures", Journal of Banking and Finance, Vol. 13.

Brenner, M.; Courtadon, G. Y Subrahmanyam, M. —1985— "Options on Spot and Options on Futures", Journal of Finance.

Briggs, P. —1992— "Gestión del riesgo de cambio", Barcelona.

Broseta Pont, M. —1990— "Manual de derecho mercantil", 8va. Ed., Madrid, Tecnos.

Brown, C. —1996— "How to pick the right standard master agreement", International Financial Law Review.

Brown, R. —1989— "Adjusting option contracts to reflect capitalization changes", Journal of Business, Finance and Accounting, 16.

Buckle, R. —1996— "It's safe if you know how", The Banker.

Buenos Aires Stock Exchange. —1998— "Argentina's securities market".

Bunge Mario—1999—. Las Ciencias Sociales en discusión. Editorial Sudamericana, Capitulo 1

Bustamante Alsina, Jorge. —1997— "Teoría general de la responsabilidad civil", Abeledo-Perrot.

Bustos Gómez-Rico, M. —1994— "Libramiento de la letra. Requisitos formales", Aspectos sustantivos de las letras de cambio, Madrid, Cuadernos de derecho judicial.

Byungknwon Lim. IRS Tools for analyzing swaps need refinement. Journal of International Taxation.

C

Cachón Blanco, J. —1992— "Régimen jurídico de los warrants. Valores mobiliarios", RDBB, Nro. 46.

Cahiers de droit fiscal international, IFA Volumen LXXXb.

Calazzo, R. —1993— "Gli swaps nella disciplina fallimentare", I Derivati Finanziari, Milán , Edibank.

Calcagno Lorenzo Edelstein. —2002— "Instrumentos Financieros Derivados: A cinco años de la regulación de sus aspectos fiscales".

Calcaño, Gabriel. —1997— "Operaciones con instrumentos financieros derivados. Criterios a considerar en el análisis fiscal". Doctrina Tributaria. Errepar, tomo XVIII.

Canseco, J. —1996— "El fenómeno bolsa", Curso de bolsa y mercados financieros Ariel.

Canter, M., Cole, J. y Sandor, R. —1996— "Insurance derivatives: A new asset class for the capital markets and a new hedging tool for the insurance industry", Journal of Derivatives..

Camaño, A. y Rodriguez Tamayo, P. —1991— "Riesgo de cambio en instituciones financieras", Perspectivas del sistema financiero, nro. 43.

Campbell, C. —1984— "The banking system", Handbook of Modern Finance, Boston.

Caputo Nasseti. —1990— "Interest rate swaps e interest rate and currency swaps", Diritto del commercio internazionale.

Capriglione, F. —1991— "Gli swaps como valori mobiliario", Banca Borsa e Titoli di Credito.

Casella, Carlos Luis García. —2001— "Metodología para la generalización del uso de los modelos contables", Universidad de Buenos Aires.

Cassanovas Ramón, M. —1992— "Opciones financieras", Madrid, Pirámide.

Cassley, V. —1993— "Futures trading and regulations in Japan", Futures Trading Law and Regulation, Longman.

Castán Tobeñas, J. —1987— "Derecho civil español, común y foral", 14va. ed. , Madrid.

Cavalla, N. —1993— "OTC markets in derivaives instruments", McMilland.

Cea García, José Luis. "Análisis contable de los contratos de futuros, Instituto de Planificación contable", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid —España—

Chance, D. —1986— "Empirical tests of the pricing of index call options", Advances in Futures and Options Research.

Chance, D. —1989— "Introducing to options and futures", Orlando, Dryden Press.

Chang, E. —1985— "Returns to speculators and the theory of normal backwardation", Journal of Finance, 40.

Chicago Board of Trade. —1989— "Commodity trading manual", Chicago.

Chicago Board of Trade. —1987— "Interest rate futures for institutional investors", Chicago.

Chicago Board of Trade. —1984— "Introduction to hedging", Chicago.

Chicago Board options Exchange. —1991— "Margin Manual", Chicago.

Chicago Board options Exchange. —1982— "Reference Manual", Chicago.

Chicago Board options Exchange. —1985— "Understanding Options", Chicago.

Chiras, D. —1978— "The information content of option prices and the test of market efficiency", Journal of Financial Economics.

Chiras, D. y Manaster, S. —1978— "The information content of option prices and a test of market efficiency", Journal of Financial Economics, 6.

Clasing, H. —1978— "The Dow Jones-Irwin Guide to Put and Call Trading.

Convención modelo de las Naciones Unidas sobre la doble tributación entre países desarrollados y países en desarrollo —Naciones Unidas— Nueva York 1980.

Cornell, B. y Reinganum, M. —1981— "Forward and futures prices: Evidence from foreign exchange markets", *Journal of Finance*, 36.

Corte Suprema de la Estados Unidos —1997— in re William C. Dunn and Delta Consultants, inc., Petitioners v. Commodity Futures Trading Commission et. al, publicado en "The United States Law Week", 25 de Febrero de 1997, Volumen 65, no. 32

Corte Suprema de Justicia de la Nación aplicó en 17 casos el "principio de la realidad económica", en la terminología del Artículo 12 de la ley 11.683. Tales precedentes son éstos: "Pastoril y Agrícola -La Guasuncha- S.A. —en liquidación— c/ Nación", Fallos 237:246 -año 1957-; "S.A. Argentina Ind. y Com J. y E. Atkison Ltda. v Nación Argentina", Fallos 237:739 -año 1957-; "Atilo Huarte v. Nación Argntin", Fallos 249:657 -año 1961-; "María Lia Cobo de Ramos Mejía y Otras v. Provincia de Buenos Aires", Fallos 251:379 -año 1961-; "Argentine Land and Investement Co. Ltd. v. Nación Argentina", Fallos 267-393 -año 1967-; "S.A. Papelera Pedotti", Fallos 279-247 -año 1971-; "S.R.L. Narden Argentina v. Nación Argentina", Fallos 280:18 año 1971-; "Emilio Francisco Lagazzio", Fallos 283:258 -año 1972-; "S.A.I.C. Parke Davis y Cía de Argentina", Fallos 286:97 -año 1973-; "S.A. Mellor Goodwin, C.I. y F", Fallos 287:79 -año 1973-; "Kellog Co. Arg S.A.C.I. y F.", Fallos 307:118 -año 1985-; "Guillermo Helfer e Hijos S.R.L.", Fallos 313:215 -alo 1990-; "Industrias Electrónicas Radio Serra S.A. s/ apelación", Fallos 314:745-año 1991-; "Juan Carlos Camarero", Fallos 315:257 -año 1992-; "Tejedor S.A. s/recurso de apelación- Ganancias", Fallos 315:2798 -año 1992-; "Eurotur SRL s/recurso de apelación- ganancias", del 4 de mayo de 1995; "Autolatina Argentina S.S. —T.f. 12463-Y— c/ Dirección General Impositiva", del 27 de diciembre de 1996.

Corti, Arístides Horacio M. —1980— "La teoría de la penetración en la forma de la persona colectiva y su vigencia en el Derecho Tributario argentino", *Revista La Información*, Tomo XLII.

Costa Ran, Luis y Font Vilalta, Monserrat. —1993— *Commodities. Mercados financieros sobre materias primas*, Esic Editorial, Madrid.

Costa Ran, Luis y Font Vilalta, Monserrat. —1992— *Nuevos instrumentos financieros en la estrategia empresarial*, Esic Editorial, Madrid.

Costales Gamón, B. —1990— "Tributación de los mercados de opciones financieras", La fiscalidad en las operaciones y mercados financieros. Papeles de Economía Española, nro. 32.

Costi, R. —1994— "Informazione e mercato finanziario", Estudios de derecho bancario y bursátil.

Courtadon, G. —1982— "The pricing of options on default-fee bonds", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Courtadon, G. —1982— "A more accurate finite difference approximation for the valuation of options", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Coviello, L. —1902— "Contratto preliminare", Enciclopedia giuridica italiana, vol III.

Cox, J., Ingersoll, E y Ross, A. —1985— "A theory of term structures of interest rates", Econometrica.

Cox, J., Ingersoll, E y Ross, A. —1981— "The relation between forward prices and futures prices", Journal of Financial Economics, 9.

Cox, J. y Ross, A. —1976— "The valuation of options for alternative stochastic processes", Journal of Financial Economics.

Cox, J., Ross, A. y Rubinstein, M. —1979— "Option pricing: A simplified approach", Journal of Financial Economics.

Cox, J. y Rubinstein, M. —1985— "Options markets", Prentice Hall; "The Nobel Prize For Economics, The Right Option", The Economist

Crawford, G. y Sen, B. —1996— "Derivatives for decision makers", New York, Wiley.

Cuervo, A., Rodriguez Sáis, L, Parejo, J. y Calvo, A. —1995— "Manual de sistema financiero español", Barcelona, 8va. ed.

Cunningham, D. —1986— "The status of rate swaps agreements in bankruptcy", Interest rate and currency swaps 1986. Practising Law Institute, New York.

Cunningham, D. y Rogers, W. —1988— "The status of rate swaps agreements in bankruptcy", Interest rate and currency swaps 1988. Practising Law Institute, New York.

Cunningham, D. y Abruzzo, C. —1995— "Multibranch netting -A solution to the problems of cross-border bank insolvencies", Capital Markets Forum, International Bar Association.

Currington, C. —1993— "Risk management", OTC Markets in Derivatives Instruments, Mc Milland.

D

Dale, R. —1995— "Derivatives: the new regulatory challenge", Butterworths **Dalmasio,**

A. —2002— Práctica y Actualidad Tributaria, Errepar, N° 402, Tomo VIII.

Daltry Tom. —1993— "Offshore Bonds may become a safer financial planning device".
Journal of International Taxation.

Das, S. —1994— "Swaps & financial derivatives", IFR Books, 2da. ed., Londres.

Dattatreya, R. —1992— "Interest rate swaps", Dictionary of Derivatives 1992,
Euromoney.

Davidson, S. —1996— "Hedging your bets with interest rate hedging products", Probate &
Property.

Decovny, Sherree. —1996— Swaps, Bolsa Mexicana de Valores, Ed. Limusa, Noriega,
México.

Degler, W. y Becker, H. —1984— "19 option strategies and when to use them", Futures.

Deloitte Touche Tohmatsu. "History of IAS 39"
<http://www.iasplus.com/standard/ias39.htm>

Deneus, C. —1925— "Des conditions de recevabilite de l'exception de jeu en matiere
d'operations de bourse", Revue pratique des societes civiles et commerciales, tomo XXX,
nro. 2597, Louvain.

Desplat, C. —1996— "Foires et marches dans les campagnes de l'Europe medievale et
moderne".

Diario La Nación, —1996— "Avanza la creación del mercado local de futuros y
opciones", sección segunda, Buenos Aires.

Diario La Nación —1997— "Mercado de Futuros", sección segunda, Buenos Aires.

Diario La Nación —1997— "El presidente abogó por el mercado de futuros", sección
segunda. Buenos Aires.

Diaz, Carmen. —1998— "Futuros y Opciones". Publicado por Prentice Hall
Hispanoamericana S.A.

Díaz, Manuel. —1992— "Apuntes sobre el IVA en las operaciones financieras". Periódico Económico Tributario.

Díaz, Manuel. —1993— "Opciones". Periódico Económico Tributario.

Díaz, Manuel. —1993— "El costo impositivo de las opciones". Periódico Económico Tributario.

Díaz, Vicente. "El IVA sobre los servicios. El principio de territorialidad". Impuestos. Tomo L A.

Díaz, Vicente. "El regreso a la "probatio diabólica" mediante la aplicación de presunciones". Doctrina Tributaria. Errepar, tomo VII.

Díaz Ruiz, E. —1989— "El contrato de swap", RDBB, Nro. 36.

Dictamen —DAL— 11/2002 – 2/01/2002

Dictamen 51/95 (D.A.T.).— 15/5/1995— Boletín de la DGI nro. 506.

Díez de Castro, Luis y Mascareñas, Juan. —1992— Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales, McGraw-Hill, Madrid, España.

Díez-Picazo, L. —1957— "El arbitrio de un tercero en los negocios jurídicos".

Dillman, S. y Harding, J. —1985— "Life after delta: The gamma factor", Euromoney, Suplemento.

D'Istria Antoine Colonna. —1993— " Frances proposes laws on taxing foreign trusts". Journal of International Taxation.

Dobson, Juan M. —1991— "El abuso de la personalidad jurídica —en el derecho privado—", Depalma.

Douch, N. —1989— "The economics of foreign exchange".

Duce Sánchez de Moya, I. —1989— "El contrato swap", Cuadernos de derecho judicial. Contratos bancarios y financieros, Madrid, Consejo General del Poder Judicial,

Dufey, G. y Giddy, I. —1986— "La innovación en los mercados financieros internacionales", ICE.

Duffie, D. —1989— "Futures markets", prentice Hall.

Dugan, J. —1995— "Derivatives: Netting, insolvency and end users", The Banking Law Journal.

Dusak, K. —1973— "Futures trading and investor returns: an investigation of commodity risk premiums", *Journal of Political Economy*, 81.

Duyn, A. —1995— "Credit risk for sale. Any buyers?", *Euromoney*.

Dyer, G. —1994— "Half-a-billion Gibson plays it dumb", *Euromoney*.

E

Eastwell Nick. —1993— When is a bond not a bond? *International Financial Law Review*.

Echevarría, J. —1972— "Teoría del dinero y del comercio internacional".

Echevarría de Rada, T. —1996— "Los contratos de juego y apuesta", Barcelona, Bosch.

Edelstein y otros. —1995— "Pagos a beneficiarios del exterior". Casos prácticos. Errepar D.T.

Ederington, L. —1979— "The hedging performance of the new futures market", *Journal of Finance*, 35.

Eizaguirre, J. —1993— "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoraticia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores", *RDBB*, nro. 25.

Esteban paúl, Ángel: "Tributación de los productos financieros derivados", Documento, núm. 7/03, Instituto de Estudios Fiscales, (www.ief.es).

Elías Barutones, J. —1997— "La validez jurídica de las comunicaciones por fax y su aceptación por la Administración de Justicia: incidencia actual y perspectiva de futuro", *TAPIA Publicación para el mundo del derecho*, nro. 97.

Emerson Roger. "Hybrid Financial Instruments". *Tax Planning International Review* 5.

Emmerich Adam O. "Hybrid Instruments and the Debt-Equity Distinction in Corporate Taxation" 52 *Universidad de Chicago Law Review*,.

Ennecerus, L., Kipp, T. y Wolff, M. —1953— "Tratado de derecho civil".

Ernst & Young. Research report. Taxation of cross-border banking. March 1993. The Economist Intelligence Unit 40 Duke Street, London W1A 1DW United Kingdom. Notese no obstante, que en varias jurisdicciones, los bancos son quienes exclusiva o casi exclusivamente manejan esta operación, con lo cual resulta mas arguable que se trata de un mero servicio financiero.

Ernst & Young LLP. —1994— *Derivative Topics Issue* 94-2.

- Ernst & Young LLP.** —1994— "Tax Alert. Financial Services".
- Escrig, M.** —1992— "Derivados y títulos protegidos en bolsa", Estrategia financiera.
- Espejo de Hinojosa, R.** —1946— "Curso de derecho mercantil", 12va. ed.
- Espert Sanz, V.** —1996— "Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo —Sala 1ra.— de 31 de julio de 1996", Revista General del Derecho.
- Espín Cánovas, D.** —1969— "Manual de derecho civil español", 3ra. Ed.
- Espina, D.** —1995— "Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos", Barcelona, Civitas.
- Espinar Vicente, J.** —1979— "La regulación jurídica de los contratos internacionales de contenido económico".
- Estasen, P.** —1894— "Repertorio de la jurisprudencia mercantil española o compilación completa metódica y ordenada por orden alfabético de las diversas reglas de jurisprudencia sentadas por el Tribunal Supremo de Justicia, Consejo Real y demás Altos Cuerpos de la nación desde 1838 a 1892.
- Estate of Franklin vs. Commisioner.** 544 F.2d 1045 —9th. Cir 1976—.
- Etzioni, E.** —1986— "Rebalance Disciplines for Portfolio Insurance", Journal of Portfolio Management, otoño..
- Eunine, J. Y Rudd, A.** —1985— "Index Options: The Early Evidence", Journal of Finance..
- F**
-
- Falcon y Tella, Ramón.** —1984— "Análisis de la transparencia tributaria", Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- Faine, I y Tornabel, R.** —1998— "El Euro, La Banca y las Empresas".
- Fama, E.** —1965— "The behavior of stock market prices", Journal of Business, 38.
- Fama F., Fisher L., Jensen M. y Roll R.** —1969— "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review.
- Fantozzi Federica.** —1994— Dividend Washing and Usufruct of Shares in the Light of the Lack of a General Anti-Abuse Clause. International Bureau of Fiscal Documentation.
- Farina, Juan M.** —1997— "Contratos Comerciales Modernos", Editorial Astrea.
- Farley Realty Corp. V. Commisioner.** 279 F.2d 701 (2d Cir 1960).

Farrando, I. —1992— "Los valores derivativos. Un examen de las generaciones de valores", Tesis doctoral, Universidad de Barcelona.

F. De Castro. —1981— "La persona jurídica", Civitas, Madrid.

Feliu Rey, M. —1995— "La prohibición del pacto comisorio y la opción en garantía", Madrid, Civitas.

Fernández, P. y Palau, J. —1990— "El mercado de opciones".

Fernández Alén, A. —1990— "Nuevas formas de emisión y de negociación de warrants en los mercados de valores extranjeros", RDBB, Nro. 39.

Fernández Armesto, J. y De Carlos Beltrán, L. —1992— "El derecho del mercado financiero", Madrid, Civitas.

Fernández de la Gándara, L. —1990— "Los préstamos y créditos sindicados con interés variable", Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero.

Fernández de la Gándara, L. y Calvo Aravaca, A. —1993— "Derecho mercantil internacional".

Fernández del Pozo, L. —1992— "El fortalecimiento de los recursos propios", Madrid, Marcial Pons.

Fernández Flores, F. —1980— "Inversiones extranjeras y valores mobiliarios".

Fernández Jesús Rodrigo. —1987— Nuevos Activos Financieros (II) emisiones de obligaciones a intereses fijo y variable. Bonos cupón cero y obligaciones indexadas, en Estudios Sobre Tributación Bursátil. Editorial Civitas S.A. Madrid.

Fernández Novoa. —1954— "Término esencial", Anuario de derecho civil.

Fernández Rodríguez, C. —1954— "Término esencial (Sentencia de 24 de setiembre de 1954)", Anuario de derecho civil.

Fernández Rodríguez, T. —1990— "Los poderes normativos del Banco de España en relación con el mercado financiero", Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero.

Fernández-Pirla Martínez, M. —1987— "Estrategias empresariales en los mercados financieros internacionales".

Ferrarini, G. —1993— "I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale", I derivati finanziari, Milano, Edibank.

- Ferre, M.** —1992— "Normas de transparencia en la contratación crediticia", *Perspectivas del sistema financiero*, nro. 54.
- Ferri, G. y Kremer, J.** —1992— "Voz "warrants"", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. III, Newman, Milgate and Ratwell,
- Ferri, G.** —1993— "Manuale di diritto commerciale", 8va. ed., Torino
- Ferruz Agudo, L.** —1994— "Operaciones financieras. Descripción, análisis y valoración", Barcelona, Ariel Economía.
- Figlewski, S.** —1989— "Options arbitrage in imperfect markets", *Journal of Finance*.
- Figlewski, S.** —1994— "Commentary on Financial Derivatives: actions needed to protect the financial system", *Journal of Derivatives*, fall 1994.
- Fin Hay Realty Co. Vs. United States.** 398 f2ds 694. —3rd. Circuit 1968—.
- Financial Accounting Standard Board** —FASB— <http://accounting.rutgers.edu/raw/fasb/>
- Financial Reporting Developments.** Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities, A comprehensive Analysis of FASB Statement 133.
- Fínez Ratón, J.** —1992— "Los efectos de la declaración de quiebra en los contratos bilaterales".
- Fisher, D.** —1984— "Corporate equities", *Handbook of Modern Finance*, Boston, Dennis Logue.
- Fischer, Stanley; Dornbush, Rudiger y Schmalensee, Richard.** —1992— Economía, segunda edición, McGraw-Hill, Madrid, España.
- Fitzgerald, M.** —1987— "Financial futures", Euromoney Publications.
- Flaquer Riutort, J.** —1992— "El contrato de crédito subasta", Barcelona, Bosch.
- Fleischer.** —1971— The Taxation of Convertible Bonds and Stock. 74 *Harvard Law Review* 473.
- Folco, C.** —1968— "Il sistema del diritto della banca", 2do. vol.
- Fondo Monetario Internacional.** —1986— "Cambios estructurales en los mercados financieros", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, Nro. 2.
- Font Rivas, A.** —1990— "Contratos a plazo sobre tipo de interés FRA", Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero.
- Fortuna, Eduardo.** —1993— Mercado Financiero. Productos e Servicios, Qualitymark Editora, Rio de Janeiro, Brasil.

Fowler Newton, Enrique. —2002—, "El proyecto 7 de la F.A.C.P.C.E. sobre derivados y coberturas", Desarrollo y Gestión Empresaria. Errepar.

Fowler Newton, Enrique —2002— Normas contables profesionales de la FACPCE y del CPCECABA, Editorial La Ley.

Foy, A. —1994— "Examinership - The ISDA Agreement and rights of set-off under Irish law", Butterworths Journal of International Banking and Financial Law.

Fraga Mandian, A. —1994— "El artículo 1435 párrafo último de la ley de enjuiciamiento civil", La Ley.

Frankle, T. —1960— "The theory of hedging and speculation in commodity futures markets", Review of Economics Studies, 27.

Freixas, X. y Ketterer, J. —1990— "Futuros financieros", Doc. De trabajo nro. 20, Caja de ahorros y pensiones de Barcelona.

French, K. —1980— "Stock returns and the weekend effect", Journal of Financial and Economics, 8.

French, K. —1983— "A comparison of futures and forward markets", Journal of Financial Economics, 12,

French, K. y Roll, R. —1986— "Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders", Journal of Financial and Economics, 17.

Friedman, Milton & Savage, Leonard —1970— "Utility Functions Consistent with Risk Aversion", The Quarterly Journal of Economics —Web Site—

Fundación ADA. Bs.As. —1999— "La ley N° 25063 de Reforma Impositiva ratifica lo expuesto por el Decreto 1130/97" Reporte Año I – N° 1.

G

Gabrielli, G. —1970— "Il contratto preliminare".

Gabrielli, E. —1996— "Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita", Banca de borsa e titoli di credito,

Galai, D. —1977— "Tests of market efficiency and the Chicago Board Option Exchange", Journal of Business.

Galai, D. —1983— "The components of the return from hedging options againsts stocks", Journal of Business.

Galai, D. —1978— "Empirical tests of boundary conditions for CBOE options", *Journal of Financial Economics*, 6.

Galán Corona, E. —1994— "Las órdenes ministeriales y circulares del banco de España sobre protección de la clientela: su posición ordinamental", *Estudios de derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. II, Madrid, La Ley.

Gallardo Giménez, E. —1992— "El mercado español de instrumentos derivados sobre renta variable", *Información comercial española*, Nro. 704.

García Amigo, M. —1994— "Las cláusulas abusivas en el derecho comunitario: su aplicación a los servicios financieros", *Estudios de derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. II, Madrid, La Ley.

García Belsunce, Horacio A. —1982— "Temas de Derecho tributario" Ed. Abeledo Perrot.

García Cantero, G. —1980— "Comentarios al código civil y compilaciones forales", Edersa.

García-Cruces González, J. "Contratación bancaria y consumo. Algunas consideraciones en torno al art. 10 de la LGDCU", *RDBB*, Nro. 30.

García de Enterría Lorenzo-Velázquez, J. —1994— "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al security law de los Estados Unidos", *Estudio de derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. II, Madrid, La Ley.

García, Fernando Daniel —1998— "El denominado principio de la realidad económica en las legislaciones argentina y española", *Revista de la Asociación Argentina de Estudios Fiscales*.

García Goyena, F. —1974— "Concordancias, Motivos y Comentarios del Código Civil Español.

García Machado, J. —1992— "Los mercados de futuros agrarios: posibilidad de implantación en España", *Actualidad financiera*, Nro. 37.

García-Pita y Lastres, J. —1990— "El contrato bancario de descuento".

García Villaverde, R. —1990— "Tipicidad contractual y contratos de financiación", *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*.

Garman, M. y Kohlhagen, W. —1983— "Foreign currency option values", *Journal of International Money and Finance*, 2.

Garreta Such, J. —1983— "La letra de cambio en moneda extranjera como cláusula de estabilización", RDBB, Nro. 10.

Garrigues, J. —1947— "Tratado de derecho mercantil".

Garrone. "Diccionario Manuel Jurídico", Abeledo Perrot.

Gasca, C. —1931— "La compraventa civil y comercial".

Gascón, Francisco. —1987— "La fiscalidad y el mercado de valores: antecedentes y regulación actual", Estudios sobre Tributación Bursátil. Editorial Cívitas S.A. Madrid.

Gastineau, G. —1979— "The stock options manual", MacGraw-Hill.

Gastineau, G. —1988— "The options manual", 3ra. ed.

Gavalda, C. y Stoufflet, J. —1974— "Droit de la banque".

Gay, G., Kolb, W. y Chiang, R. —1983— "Interest rate hedging: An empirical test of alternative strategies", Journal of Financial Research, 6.

Gay de Montella, R. —1934— "Tratado de la legislación bancaria española", 2da. ed.

Gay, G. y Medero, J. —1996— "The economics of derivatives documentation: Private contracting as a substitute for government regulation", The Journal of Derivatives.

Gdanski, M. —1988— "French interest rate and currency swaps", International Financial Law Review.

Gerlach, Douglas, Investor's. —1997— web guide, Lycos Press USA, Emeryville California by Macmillan Computer Publishing, EE.UU.

Geske, R. —1979— "The valuation of compound option", Journal of Financial Economics.

Geske, R. —1984— "The American put valued analytically", Journal of Finance.

Geske, R. —1981— "Comments of Whaley' s Note", Journal of Financial and Economics, 9.

Gete-Alonso y Calera, M. —1991— "Comentario al código civil".

Ghersi, Carlos, —1997— "Teoría general de la reparación de daños", Ed. Astrea.

Ghersi, Carlos Alberto. —1994— "Contratos civiles y comerciales". Astrea. T.I.

Gil, G. —1993— "Riesgo de sistema", Perspectivas del sistema financiero, Nro. 43.

Gil, Jorge M. "Betty, la fea": de la contabilidad y las ambiciones humanas, Errepar

Gilberg, David. "Regulation of New Financial Instruments Under the Federal Securities and Commodities Laws". 39 Vand Law Review.

Giovanoli, M. —1995— "Legal issues regarding payment and netting systems", Materials for Conference Cross Border Electronic Banking.

Gisbert, J. y Sartorius, A. —1972— "Eurodolares y eurobonos", Salamanca, Anaya.

Gisbert Pastor, M. —1986— "Los créditos sindicados. Su integración en el sistema jurídico español".

Giuliani Fonrouge, Carlos M. —1997— "Derecho Financiero", 6ª edición, obra actualizada por Navarrine, Susana Camila y Asorey, Rubén Oscar, Ediciones Depalma.

Giuliani Fonrouge, Carlos M.; Navarrine, Susana Camila. —1993— "Procedimiento tributario", Ediciones Depalma, 5ta. Edición actualizada y ampliada, Buenos Aires.

Godoy, Norberto J. —1992— "Teoría General del Derecho Tributario -Aspectos esenciales-", Abeledo-Perrot, Buenos Aires.

Goldemberg, Cecilia. —2002— "Impuesto a las ganancias" tomo I Digesto práctico — especial para el digesto— **Director Lamagrande Alfredo** editorial La Ley S.A.

Gomez Alfonso. "Valuación y reconocimiento de Instrumentos Financieros"
www.isda.org/c_and_a/ppt/gomezalfonso.ppt

Gómez Calero, J. —1997— "El contrato mercantil: nociones generales", Derecho mercantil, 4ta. Ed., Barcelona, Ariel.

Gómez Jordana, I. —1992— "Contratos mercantiles atípicos: floors, caps, collars", RDBB, Nro. 45.

Gómez Leo, Osvaldo R. —1993— "Tratado teórico-práctico de Derecho Comercial" T. III A., Ed. Depalma.

Gómez-Rey, F. —1982— "Créditos y préstamos internacionales".

Gondra, J. —1978— "Condiciones generales de la contratación y protección de la parte más débil en el marco del derecho uniforme de la compraventa internacional", Estudios de derecho mercantil en homenaje a Rodrigo Uría, Civitas.

González del Río, A. —1990— "Tributación de los mercados de futuros financieros", La fiscalidad en las operaciones y mercados financieros, Papeles de economía española, nro. 32.

González Echávarri y Vivanco, J. "Comentarios al código de comercio, leyes, jurisprudencia y usos mercantiles españoles y a la legislación comercial extranjera", 2da. ed.

González Fernández, S. —1994— "Permuta financiera III: la deuda externa y los swaps deuda /capital", trabajo correspondiente con el capítulo 15 de Luis Díez de Castro y Juan Macareñas, Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales, 2da. ed., Madrid.

González García Eusebio, —1997— "La interpretación de las normas tributarias", Aranzadi, Ed- España

Gordon Richard y Summers Victoria. —1992— "Trusts an Taxes in Civil Law Emerging Economies: Issues, Problems and Proposed Solutions". Development Discussion Paper 435 ITS 1.

Gordon Richard y Summers Victoria. —1992— "Taiwan. Taxation of Investment Funds in Emerging Capital Markets: Theory, Problems and Solutions in the Case of Taiwan. Bulletin. International Bureau of Fiscal Documentation".

Gorria Cortázar, C. —1988— "La banca española y la innovación", Innovación Financiera, Papeles de economía española, Nro. 24.

Gotlib, Gabriel. —1996— "Nuevos Instrumentos Financieros". Ediciones Nueva Técnica S.R.L.

Gotlib, Gabriel. —1998— "Legislación sobre Imposición de Derivados: Luces y Sombras". Doctrina Tributaria Tomo XVIII. Errepar.

Gould, J. y Galai, D. —1974— "Transactions costs and the relationship between put and call prices", Journal of Financial Economics, 1.

Grabbe, J. —1983— "The pricing of call and put options on foreign exchange", Journal of International Money and Finance, 2.

R. —1961— "The search for a risk premium", Journal of Political Economy, 69.

Gritama González, M. —1991— "Comentario al código civil", Madrid, Ministerio de Justicia.

Griziotti, Benvenuto. —1958— "Principios de Política, Derecho y Ciencia de la Hacienda", Instituto Editorial Reus, Madrid.

Guilarte Zapatero, V. —1982— "Comentarios al código civil y compilaciones forales", Madrid, Edersa.

Gutierrez Junquera, F. —1988— "La innovación financiera en España", Innovación financiera, Papeles de economía española, Nro. 24.

Guynn, R. —1996— "Modernizing securities ownership, transfer and pledging laws", Capital Market Forum, International Bar Association.

H

Haas, F. —1996— "Credits derivatives: de nouveaux instruments financiers", Banque.

Hains, M. —1993— "Australina securities commission reviews derivatives", Butterworths Journal of International Banking and Financial Law.

Hall Swaim, C. y Lively, S. —1994— "The practical implications of the bankruptcy reform act of 1994 on chapter 11 reorganizations", Butterworths Journal of International Banking and Financial Law.

Hamel, J. —1933— "Banque et operations de banque".

Hamel, J., Lagarde, G. y Jauffret, A. —1966— "Traite elementaire de Droit commercial".

Hayek, F.A. —1989— "Economics and knowledge". New England Publications.

Heath, D., Jarrow, R. Y Morton, A. —1992— "Bond pricing and the term structure of the interest rate: A new methodology", *Econometrica*.

Hicks, J. —1939— "Value and capital", Clarendon Press.

Ho, T., Lee, B. —1986— "Term structure movements and pricing interest rate contingent claims", *Journal of Finance*.

Holthausen, R.W. —1981— "Evidence on the Effect of Bond Covenants and Management Compensation Contracts on the Choice of Accounting Techniques: The Case of the Depreciation Switch-Back", *Journal of Accounting and Economics*.

Horn, F. —1984— "Trading in commodity futures", New York Institute of Finance.

Houthakker, H. —1957— "Can speculators forecast prices?", *Review of Economics and Statistics*, 39.

Hull, John. —1993— "Introduction to futures & options markets" Euromoney Publications.

Hull, John. "Futures and options", Prentice Hall.

Hull, John. —1993— "Options, futures, and other derivative securities", Prentice Hall.

Hull, John. —1992— "Assessing credit risk in a financial institution' s off-balance sheet commitments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24.

Hull y White, A. —1992— "In the common interest".

Hull y White, A. —1993— "One-factor interest rate models and the valuation of interest rate derivative securities", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Hull, J. y White, A. —1992— "The price of default", Risk.

Hull y White, A. —1990— "Pricing interest-rate derivative securities", The Review of Financial Studies.

Hull y White, A. —1990— "Valuing derivative securities using the explicit finite difference method", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Hull, J. y White, A. —1988— "The use of the control variate technique in option pricing", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Hull y White, A. —1987— "Hedging the risks from writing foreign currency options", Journal of International Money and Finance.

Hull y White, A. —1987— "The pricing of options on assets with stochastic volatilities", Journal of Finance.

Hull, J. y White, A. "The impact of default risk on the prices of options and other derivatives securities", Journal of Banking and Finance.

I

IAS 39 "Reconocimiento y medida de instrumentos financieros"
www.einsteinnet.com/ias39.htm

Income Expenditure and Wealth —2000— US census Bureau, Statistical Abstract of United State

Income Tax —1996/1997— Edited Kenneth R. Tingley. Orion. London. Great Britain

Informe Nro. 17 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas.

International Accounting Standards Board. <http://www.iasb.org.uk>

International Accounting Standards Committee. IASC <http://www.iasc.org.uk>

International Bureau of Fiscal Documentation —2001— Supplementary Service to European Taxation

International Bureau of Fiscal Documentation —2002— Supplementary Service to European Taxation

International Federation of Accountants. IFAC. <http://www.ifac.org>

International Swaps and Derivatives Association. "Code of standard working, assumptions and provisions of swaps", New York.

International Treasurer's. <http://fas133.com>

IRS. "Internal Revenue Service" <http://www.irs.gov>

J

Jamshidian, F. —1989— "An exact bond option pricing formula", *Journal of Finance*.

Jarach, Dino. "La hermenéutica en el Derecho Tributario", *Revista La Información*, T° LXIII.

Jarrow, R. y Oldfield, G. —1981— "Forward contracts and futures contracts", *Journal of Financial Economics*, 9, pág. 373-82.

Jáuregui, María de los Angeles. "Tratado sobre Instrumentos derivados financieros", Editorial LA LEY año de publicación 2003.

Jáuregui, María de los Ángeles —2002— "Instrumentos derivados financieros. Análisis crítico a la luz de las nuevas resoluciones técnicas" *Enfoques, Contabilidad y Administración*. La Ley

Jáuregui, María de los Ángeles —2002— "Instrumentos derivados y operaciones de cobertura. Modificaciones introducidas a la Resolución Técnica Nro. 20. Reflexiones acerca de su contenido" *Enfoques, Contabilidad y Administración*. La Ley

Jáuregui, María de los Ángeles Basualdo, A. —2002— "Aspectos controvertidos de los instrumentos derivados", *Doctrina Tributaria de Errepar*.

Jauregui, M. y Basualdo A. —2000— "Aspectos Controvertidos de los Instrumentos Derivados" *Doctrina Tributaria T XXI*. Errepar en CD.

Jáuregui, María de los Ángeles, Basualdo, Alejandro. —2000— "Los instrumentos financieros derivados, herramientas para reducir el riesgo". *Revista Desarrollo y Gestión*. Revista Nro. 4.

Jáuregui, María de los Ángeles, Basualdo, A. —1999— "Nuevas Operaciones Financieras" Editorial Errepar.

Jáuregui, M. y Basualdo, A. —1999— "El IVA y las operaciones financieras". *Aplicación profesional* "Dado que el mismo incluye no solo el honorario por intermediación sino también otros componentes como una compensación por inflación y riesgo y retribución por utilización del capital o diferimiento del consumo.

Jáuregui, María de los Ángeles, Basualdo, Alejandro. —1997— "El IVA y las operaciones financieras, en especial operaciones de futuro y opciones". Aplicación Profesional Nro. 6.

Jáuregui, M y Cortigiani, P. —1995— "Reflexiones acerca del principio de neutralidad" revista Impuestos tomo LIII-A.

Johnson, H. —1983— "An analytic approximation to the American put price", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Johnson, L. —1983— "The theory of hedging and speculation in commodity futures markets", Review of Economics Studies, 27.

K

Kahnemann y Tversky. —2002— "Judgement under Uncertainty. Heuristics and Biases". Cambridge. Massachussets USA.

Kane, E. —1980— "Market incompleteness and divergences between forward and futures interest rates", Journal of Finance, 35.

Karschemboim, Ruben. —1998— "Opciones. Su Tratamiento Tributario. Doctrina Tributaria". T. XIX. Pp. 221 – 228. Errepar. Buenos Aires.

Kendall, M. G. —1953— "The Análisis of Economic Time-Series, Parte I. Prices", Journal of the Royal Statistical Society.

Kern, Juan R. —2000— "Vinculación Económica del Derecho, Simulación y desestimación de la personalidad jurídica. Su relación con el criterio de la realidad económica " Periódico económico. Nro. 206.

Keynes, J. —1930— "Treatise of money", MacMillan.

Klemkosky, R. y Resnick, B. —1979— "Put-call parity and market efficiency", Journal of Finance.

Klemkosky, R. y Resnick, B. —1974— "An ex - ante analysis of put-call parity", Journal of Financial Economics, 8.

Kolb, R. —1982— "Interest rate futures: A comprehensive introduction", Richmond.

Kolb, R. —1985— "Understanding futures markets", Scott, Foresman.

Kolb, R. y Chiang, R. —1981— "Improving hedging performance using interest rate futures", Financial Management, 10.

Konishi Atsuo, Dattatreya Ravi. —1991— "The handbook of derivative instruments", Probus Publishing Co.

Koss, Ricardo. "Las colocaciones y prestaciones financieras en el impuesto al valor agregado. ERREPAR D.T. Tomo XIII.

Koss, Ricardo. "El impuesto al valor agregado y el mutuo". ERREPAR D.T. Tomo XI.

Krause Gustavo. —2000— "La interpretación de la Ley y el Derecho Tributario" Ed. La Ley.

L

Labuszewski J. Y Nyhoff, J. —1998— "Trading financial futures: markets, methods, strategies, and tactics", Wiley.

Lamagrande, Alfredo. —1998— "Globalización, evasión fiscal y fiscalización tributaria" Boletín Nro 9 AFIP-DGI.

Lamothe Prosper. —1993.— "Opciones Financieras, un enfoque fundamental", McGraw-Hill/Interamericana de España S.A.

Latane, H. y Rendleman, R. —1976— "Standard deviation of stock price ratios implied by option premia", Journal of Finance, 31.

Leland, H. —1985— "Option pricing and replication with transactions costs", Journal of Finance.

Leland, H. —1980— "Who should buy portfolio insurance?", Journal of Finance.

Linares Breton, Samuel, F. —1980— "Operaciones de bolsa. Bolsa de comercio y mercados de valores", Ediciones Depalma. Buenos Aires.

Linares Quintana, Segundo V. —1998— "Tratado de Interpretación Constitucional", Abeledo-Perrot.

Little, Jeffrey B. —1991— "Como entender a Wall Street", McGraw-Hill, Bogotá, Colombia.

Litzenberger, R. —1992— "Swaps: plain and fanciful", Journal of Finance, 47 Nro. 3.

Lofton T. —1997— "Getting started in futures", Wiley.

López Cabana, Roberto. —1999— "Contratos especiales en el siglo XXI", Abeledo-Perrot.

Luca Cornelius. —1995— "Technical analysis. Euromoney Publications".

Luce, Duncan y Raiffa Howard. —1985— "Games and Decision, Dover Publicatios

LL

Llambías, Jorge Joaquín. —1993— "Tratado de Derecho Civil", Decimoquinta edición, Parte General, Tomo I, Editorial Perrot, Buenos Aires.

M

MacBeth, J. y Merville, L. —1979— "An empirical examination of the Black-Scholes call option pricing model", Journal of Finance.

Macfferty, Thomas y Wasendorf, Rusell. —1998— "All about options", McGraw-Hill Bookk Co.

Margrabe, W. —1976— "A theory forward and futures prices", The Wharton School, Universidad de Pennsylvania.

Marshall, J. y Kapner, D. —1990— "Understanding swap finance", Cincinnati.

Martín José María. —1973—,"Fundamentos de las Finanzas Públicas y del Derecho Tributario Argentino" Ed. La Ley.

Martín, Julián. —1994— "Efectos impositivos de la securitización. Ambito Financiero.

Martín, Julián. —1994— "Impuesto a las ganancias. Análisis integral técnico y práctico". Ediciones Tributarias

Martínez Abascal, Eduardo. —1993— "Futuros y opciones en la gestión de carteras, Instituto de estudios superiores de la empresa, McGraw-Hill, Madrid, España.

Martínez, Francisco. "El Criterio Económico." Derecho fiscal T XX.

Martínez, Francisco; "El criterio económico y la importancia que para el Derecho Fiscal tiene la divergencia en el negocio jurídico entre la intención empírica —intentio facti— y la intención jurídica —intentio iuris—", Derecho Fiscal, T° XX-B

McCabe, G y Franckle, T. —1983— "The effectiveness of rolling the hedge forward in the treasury bill futures market", Financial Management, 12.

McMillan, L. — 1986— "Options as a strategic investment", New York Institute of Finance-Prentice Hall Co.

McMillan, L. — 1986— "Analytic approximation for the American put option", Advances in Futures and Options Research.

Mellagi, Filho Armando. —1994— "Mercado financeiro e de capitais. Uma Introducao", Editora Atlas S.A., Sao Paulo.

Meloni, E. —2003— "Fiscalidad Internacional: Stock options: Costo de adquisición" Doctrina Tributaria Errepar.

Merton, R. —1976— "Option pricing when underlying stock returns are discontinuous", Journal of Financial Economics.

Merton, R. —1973— "Theory of rational option pricing", Bell Journal of Economics and Management Science.

Merton, R. —1973— "The relationship between put and call prices: Comment", Journal of Finance, 28.

Messineo. "Contratos Civiles y Comerciales. Parte General. La extinción de los contratos".

Messuti, Domingo jorge; Alvarez, Victor y Graffi, Hugo. —1992— "Selección de inversores. Introducción a la teoría de la cartera", Ediciones Macchi.

Milton y Friedman, Rose. "Libertad de elegir", Capítulo I. El Poder del Mercado, El Papel de los precios

Morris, Kenneth y Siegel, Alan. —1993— "Guide to understanding money & investing", The Wall Street Journal, Lightbulb Press.

Morris, Kenneth y Siegel, Alan. —1995— "Guide to planning your financial future", The Wall Street Journal, Lightbulb Press, Nueva York.

Morris, Kenneth y Siegel, Alan y Larson, Beverly. —1998— "Guide to understanding money & investing in Asia", The Asian Wall Street Journal, Lightbulb Press, Nueva York.

Mosset Iturraspe, Jorge. — 1995— " Contratos", Editorial Rubinzal-culzoni.

N

Negroponte, Nicholas. —1995— "Being Digital". Published by Alfred A. Knopf, Inc. Nueva York.

Nikkhah, S. —1987— "How end users can hedge fuel costs in energy markets"; Futures, pág. 66-7.

Nino, Carlos Santiago. —1988— "Introducción al análisis del derecho", Editorial Astrea, Buenos Aires.

Norma Internacional de Contabilidad Nro. 39. (NIC 39) revisada en 2000

O

Orbell, John. —1985— "Baring Brothers & Co. Ltd. A history to 1939, Baring Brothers & Co.

P

Palmbeck Charles T., H. Rosenbloom David y Ring Diane M. —Cannes 1995—, Ponencia General del 49th Congress of the International Fiscal Association, , Cahiers de Droit Fiscal International Vol. LXXXb.

Paolantonio, Martín. —1997— "Operaciones financieras internacionales", Rubinzal-Culzoni Editores.

Parada Daza, Rigoberto. —1993— "Mercados de futuros financieros y de opciones", Ed. Andrés Bello.

Park, H. y Chen, A. —1985— "Differences between futures and forward prices: A further investigation of marking to market effects", Journal of Futures Markets,

Pascale, Ricardo. —1998— "Decisiones financieras", 3ra. edición, Ediciones Macchi, Buenos Aires.

Pattel JM y Wolfson MA —1984— "The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividends announcements", Journal of financial economics.

Phillips, S. y Smith, W. —1980— "Trading costs for listed options: the implications for market efficiency", Journal of Financial and Economics. 8.

Pinedo, Alejandro A. y Waterhouse, Enrique. "Sobre el abuso de la personalidad jurídica de las sociedades comerciales", El Derecho, Tomo 10.

Powers, M. —1993— "Starting out in futures trading", Futures Books, Irwin.

Pricewaterhouse Coopers. "IAS 39 Pocked Guide" <http://www.pwglocal.com>

Pricewaterhouse Coopers. "Understanding IAS 39". <http://www.pwglocal.com>

Proyecto Nro. 7 de Resolución Técnica. "Instrumentos derivados y operaciones de cobertura" Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Centro de Estudios Científicos Técnicos (CECYT).

Q

Queralt, Juan Martín; Lozano Serrano, Carmelo; Casado Ollero, Gabriel y Tejerizo

López, José M. —1996— "Curso de Derecho Financiero y Tributario", Séptima Edición, Editorial Tecnos, Madrid.

R

Ramaswamy, K. y Sundaresan, S. —1985— "The valuations of options on futures contracts", *Journal of Finance*.

Reig, Enrique. —1996— "Reflexiones sobre globalización y tributación. Futuro de la fiscalidad", *Asociación Argentina de Estudios Fiscales*.

Reilly, Frank K. —1992— "Investments". *The Dryden Press Internation*.

Renard, Xavier y Rauch, Olivia. —2000— "France: Tax Treatment of Financial Futures" *Derivatives and Financial Investments*. IBFD Publications. Amsterdam

Rendelman, R. y Barter, B. —1980— "The pricing of option on debt securities", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Rendelman, R. y Carabini, C. —1979— "The efficiency of the Treasury bill futures markets", *Journal of Finance*, 34.

Resnick, B. —1984— "The relationship between futures prices for U. S. Treasury bonds", *Review of research in futures markets*, 3.

Resnick, B. y Hennigar, E. —1983— "The relationship between futures and cash prices for U. S. Treasury bonds", *Review of research in futures markets*, 2.

Resolución Técnica Nro. 16, Marco Conceptual de las Normas Contables Profesionales. Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas y Centro de Estudios Científicos y Técnicos aprobada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Nro. de resolución 238/01.

Resolución Técnica Nro. 17 "Normas Contables Profesionales: Desarrollo de cuestiones de aplicación general".. Elaboradas por Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas y el Centro de Estudios Científicos y Técnicos (CECYT). Aprobadas por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal

Resolución Técnica Nro. 18 "Normas Contables Profesionales: Desarrollo de cuestiones de aplicación particular" Elaboradas por Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas y el Centro de Estudios Científicos y Técnicos (CECYT). Aprobadas por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal

Resolución Técnica Nro. 19 "Modificaciones a las Resoluciones Técnicas 4,5,6,8,9,11 y 14" Elaboradas por Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias

Económicas y el Centro de Estudios Científicos y Técnicos (CECYT). Aprobadas por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal.

Resolución Técnica Nro. 20 "Instrumentos derivados y operaciones de cobertura"

Aprobada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, el día **30/10/2002** en la sesión del día de la fecha mencionada —**Acta 1010**— Nro. de resolución 187/2002

Richard, S. y Sundaresan, M. —1981— "A continuous time model of forward and futures prices in multigood economy", *Journal of Financial Economics*, 9.

Rodríguez de Castro. —1998— "Introducción al análisis de productos financieros derivados". Editorial Limusa S.A.

Rodríguez Simón Fabián J., —1997— "Los instrumentos Financieros Derivados — principales pleitos en la materia—", *La Ley*.

Roll, R. —1977— "An analytical formula for unprotected American call options on stock with known dividends", *Journal of Financial and Economics*, 5.

Ropert, Jorge. "Mercados de opciones bursátiles. Operaciones de Puts y Laws". Tratamientos en los distintos impuestos. Errepar DTE. T. XIII.

Rubinstein, M. —1983— "Displaced diffusion option pricing", *Journal of Finance*.

Rubinstein, M. —1985— "Non-parametric tests of alternative option pricing models using all reported trades and quotes on the 30 most active CBOE option classes from August 23, 1976 through August 31, 1978", *Journal of Finance*.

Rubinstein, M. —1985— "Alternative paths for portfolio insurance", *Financial Analysts Journal*.

Rubinstein, M. y Leland, H. —1981— "Replicating options with positions in stock and cash", *Financial Analysts Journal*.

Russell, R. Thomas Cafferty; Wasendorf. —1992— "All about futures"; Irwin.

Russo, Nestor H. —1996— "El Impuesto a las Ganancias en los Negocios Financieros". *Doctrina Tributaria*. T: XVII. Pp. 139 – 147. Errepar. Buenos Aires.

S

Salas, Acdeel E. , Trigo Represas, Félix A. y López Mesa, Marcelo J. —1999— "Código Civil Anotado" T.1. Depalma.

Salas, Acdeel E. , Trigo Represas, Félix A. y López Mesa, Marcelo J. —1999—
 “Código Civil Anotado” T. 4ª. Depalma.

Salomón, Bernardo. “El ‘criterio económico’ en la interpretación de las leyes fiscales en la doctrina y jurisprudencia alemanas”, Revista Impuestos, Tº XXV.

Salvat, Raymundo. —1954— “Tratado de derecho civil argentino. Fuente de las obligaciones” T. I, Tea.

Samuelson, P. y Nordhaus, W. —1989— "Economía, 12." ed., Madrid,

Sánchez Parga, José. —1997— "Globalización, gobernabilidad y cultura", Ediciones Abya-yala —ILDIS y CELA—, Quito, Ecuador.

Sanz Caballero, Juan Ignacio. — 2000— “Derivados Financieros”, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A. Madrid.

Sanz de Urquiza Fernando —1990—" La interpretación de las leyes tributarias " Ed. Abeledo Perrot

Saravia Frías, Bernardo —2003— Revista “El Derecho” del 21 del febrero

Sasot Betes - Sasot, "Los dividendos".

Scalone E. —2000— “Precios de transferencia”situación actual en Argentina” Doctrina Tributaria de Errepar Nro. 240 Tº XX

Schaefer, S. y Schwartz, E. —1987— "Time-dependent variance and the pricin of bonds", Journal of Finance.

Scheiner, Robert y Micolis Jerry —1998— “El todo por el todo”. Revista Gestión Volumen 3 numero 6

Schwartz, E. —1977— "The valuation of warrants: implementing a new approach", Journal of Financial Economics.

Schwarz, E., Hill, J. y Schneeweis, T. —1986— "Financial futures", Richard D. Irwin.

Sebrelli, Juan. —1994— "El vacilar de las cosas". Editorial Sudamericana S.A. Buenos Aires.

Senchak, A. y Easterwood, J. —1983— "Cross hedging CDs with Treasury bill futures", Journal of Futures Markets, 3.

Serick, Rolf. —1958— “Apariencia y realidad de las sociedades mercantiles. El abuso del derecho por medio de la persona jurídica”, Ariel.

Serrat, Joan Manuel, —1979— Canción “Lucia”. Album recopilatorio “Lucia, Penelope y aquellas pequeñas cosas”

Servente, Alberto. —1981— "El mercado futuro de tasas de interés y los fondos comunes de inversiones líquidas". —Dos respuestas del mercado financiero—, Ediciones Contabilidad Moderna SAIC.

Sgroi, Alberto. —1998— "Mercados financieros internacionales. La interpretación de un nuevo mundo", Ed. Buyatti.

Shastri, K. y Tandon, K. —1986— "Valuation of foreign currency options: some empirical tests", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Shastri, K. y Tandon, K. —1986— "An empirical test of a valuation model for American options and futures contracts", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Sirinivansulu, Sam. —1995— “**Corporate treasury management**”. **Euromoney Publications**.

Slivka, R. —1981— "Call option spreading", **Journal of Portfolio Management**, 7.

Smith, C. —1796— "Option pricing: A review", **Journal of Financial Economics**, 3.

Smith, C., Smithson, C. y Wakeman, L. —1986— "The evolving market for swaps", **Midland Corporate Finance Journal**, 3.

Social Insurance and Human Services. —2000— US census Bureau, Statistical Abstract of United State

Soler, Osvaldo y Moreno Gurrea, José. "El intercambio de tasas —"swap"— en IVA y Ganancias". **Diario Ambito Financiero**.

Spacek, L —1959— “Business Success Requires and Understanding of Unsolved Problems of Accounting and Financial Reporting”. Graduate School of Business Administration, Universidad de Harvard.

Spota. —1984— “Instrumentos de Derecho Civil. Contratos. (9 ts)”, Editorial Depalma.

Standard & Poor's. —1997— "Global Ratings Criteria", **Latin America. The McGraw-Hill Companies. Nueva York**.

State and Local Government Finances and Employment —2000— US census Bureau, Statistical Abstract of United State

Stoll, H. y Whaley, R. —1986— "New option instruments; arbitrageable linkages and valuation", **Advances in Futures and Options Research**.

Stoll, H. —1969— "The relationship between put and call option prices", **Journal of Finance**, 31.

Stulz, R. —1984— "Optimal hedging policies", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 19.

Shuldiner Reed. —1992— "Taxing New Financial Products: a Conceptual Framework", "A General Approach to the Taxation of Financial Instruments", **Texas Law Review**, Vol. 71, número 2.

T

Tarsitano, Alberto. "El conjunto económico y la teoría de la penetración en la doctrina tributaria de la Corte", **El Derecho**, Tomo 115.

"Taxing New Financial Products: A Conceptual Framework", **Standford Law Review**, volumen 46.

Telias, S. y Haddad de Morbelli I. —2001— "Stock Options, aspectos fiscales y no fiscales de una política de remuneración", **Periódico Económico Tributario** N° 229.

Telser, L. —1958— "Futures trading and the storage of cotton and wheat", **Journal of Political Economy**, 66.

Teweles, R. "The Commodity futures game. Who wins? Who Loses? Why?", **McGraw-Hill Co**.

Teweles, R. y Jones, F. —1987— "The futures game", **New York, MacGraw-Hill**.

The Rutgers University Web Site. "Summaries and Status of all Fasb statements" <http://accounting.rutgers.edu/raw/fasb/public/index.htm>

Tilley, J. y Latainer, G. —1985— "A synthetic option framework for asset allocation", **Financial Analysts Journal**.

Treynor, J.L. —1972—: "Discussion: Changes in Accounting Techniques and Stock Prices", **Empirical Research in Accounting Selected Studies**, Institute for Professional Accounting Graduate School of Business, Universidad de Chicago,

Tomkins Robert, —1994— "Options Analysis", **Irwin Professional Publishing**, U.S.A.

Turnbull, S. —1987— "swaps: A zero sum game", **Financial Managent**, 16 nro. 1.

V

- Valbuena Reformado.** —1918— Diccionario latín-español, París.
- Vasicek, O.** —1977— "An equilibrium characterization of the term structure", Journal of Financial Economics.
- Veit, W. y Reiff, W.** —1983— "Commercial banks and interest rate futures: a hedging survey", Journal of Futures Markets, 3.
- Verchik, Ana.** —2000—“Derivados Financieros y de Productos”, Ediciones Macchi.
- Verchik, Ana.** —1997—"Mercado de Capitales. Como funciona", Ediciones Macchi, Buenos Aire.
- Verchik, Ana.** —1993—"Mercado de Capitales. Las operaciones de bolsa, futuros, opciones, productos, divisas y tasas de interés", 2da. parte, Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- Verón.** —1986— "Sociedades comerciales ley 19550 comentada, anotada y concordada. Tomo 3 Editorial Astrea.
- Vicchi, J.C.** —2001— Resumen de la Ponencia Argentina en el Congreso de la I.F.A. - San Francisco tema II: “Límites en la utilización de los regímenes ‘*low-tax*’ por negocios internacionales: medidas actuales y tendencias futuras”.
- Villalobos, Y.** —2001— "NIC 39, Instrumentos Financieros, Reconocimientos y Valoración" <http://www.5campus.org/leccion/nic39>
- Villaroig Moya Ramón,** —1998—“La Tributación de las Opciones Financieras” Editorial Aranzadi. Pamplona
- Villegas, Marcelo y Kenny, Mario O.** —2001 — “el nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores practicas en el gobierno corporativo”, Ed. Errepar.
- Villegas.** —1979— "Curso de Finanzas, Derecho Financiero y Tributario", Ediciones De Palma, 3ra Ed. Actualizada, Tomo I.
- “**Virtual riskless**”, —1996— publicado en “The Economist, “A survey of corpote Risk Management”, Londres.
- Vives, Maria Luisa.** —2002— "Prioridades en materia fiscal y cuestiones esenciales". Diario Ámbito Financiero, Novedades Fiscales.

W

Warren Alvin C., Jr.— 1992— “Financial contract innovation and income tax policy”, Harvard Law Review, vol. 107

Weisbach David A.,— 1995— “Tax Responses to Financial Contract Innovation”, Tax Law Review.

Welch, W.—1982— "Strategies for Put and Call Option Trading",

Wolf, A.—1982— "Fundamentals of commodities options on futures", Journal of Futures Markets.

Whaley, R. —1982— "Valuation of American call options on dividend-paying stocks: Empirical tests", Journal of Financial Economics, 10.

Whaley, R. —1981— "On the valuation of American call options on stock with known dividends", Journal of Financial and Economics, 9.

Y

Yates, J. y Kopprasch, R. —1980— "Writing covered call options: Profits and risks", Journal of Portfolio Management, 6.

Yehma, Carlos. "Obligaciones convertibles en acciones". Editorial Astrea.

Yemma, Juan Carlos; Diskenstein, Manuel y Prychodzko, Lidia. "Securitización, Handbook. Colección Temas nuevos para Bancos". Dirección Ed. Rodolfo Lanús de la Serra. Ed. Comunicarte S.R.L

Z

Zaldivar, Enrique - Manovil, Rafael - Ragazzi, Guillermo - Rovira, Alfredo. "Cuadernos de derecho societario"

8.- Anexos

8.1.- Glosario de términos financieros

Cierre de una posición.—Consiste en realizar una operación opuesta a una posición abierta, comprando un contrato idéntico al previamente vendido o vendiendo uno idéntico al previamente comprado. Para que dos contratos sean idénticos deben coincidir en cuanto a la clase de derivado, elemento subyacente y mes de vencimiento.

Contrato forward.—Es un acuerdo que se estructura en función a los requerimientos específicos de las partes contratantes cuyo objeto es comprar o vender un elemento subyacente en una fecha futura y a un precio previamente pactado. No es un contrato

estandarizado y no se negocia en mecanismos centralizados de negociación.

Contrato de futuros.—Es un acuerdo que tiene estandarizado su importe, objeto y fecha de vencimiento. Su objeto consiste en que el comprador se obliga a adquirir un elemento subyacente y el vendedor a transferirlo por un precio pactado, en una fecha futura. Es negociado en un mecanismo centralizado y se encuentra sujeto a procedimientos bursátiles de compensación y liquidación diaria que garantizan el cumplimiento de las obligaciones de las partes contratantes.

Contrato de opción.—Es un acuerdo que, de celebrarse en un mecanismo centralizado de negociación, tiene estandarizado su importe, objeto y precio de ejercicio así como una fecha de ejercicio. Su objeto consiste en que el tenedor de la opción, mediante el pago de una prima, adquiere el derecho de comprar o de vender el elemento subyacente a un precio pactado en una fecha futura; mientras que el suscriptor de la opción se obliga a vender o comprar, respectivamente, el mismo bien y al precio fijado en el contrato.

Elemento subyacente.—Es el elemento referencial sobre el cual se estructura el instrumento financiero derivado y que puede ser financiero (tasa de interés, tipos de cambio, bonos, índices bursátiles, entre otros), no financiero (productos agrícolas, metales, petróleo, entre otros) u otro derivado; que tiene existencia actual o de cuya existencia futura existe certeza.

Instrumentos financieros derivados.—Son contratos que involucran a dos partes que ocupan una posición compradora o vendedora y cuyo valor deriva del movimiento en el precio o valor de un elemento subyacente que le da origen. No requieren de una inversión neta inicial, o en todo caso dicha inversión es mínima y se liquidan en una fecha determinada.

Los *instrumentos financieros derivados* a los que se refiere este inciso corresponden a los que conforme a las prácticas comerciales generalmente aceptadas se efectúan bajo el nombre de: contratos forward, contratos de futuros, contratos de opción, swaps y otros híbridos financieros.

Instrumentos financieros derivados con fines de cobertura.—Son instrumentos contratados en el curso ordinario del negocio o actividad con el objeto de evitar, atenuar o eliminar el riesgo por el efecto de futuras fluctuaciones en precios, tipo de cambio, tasas de mercado o cualquier otro índice de referencia, sobre los activos, pasivos

o patrimonios de una persona, entidad o empresa, destinados a generar rentas.

Cámaras de compensación y liquidación de contratos.—Entidades domiciliadas en el país o fuera de él, reconocidas por las respectivas legislaciones de Mercado de Valores de cada país, que tienen como finalidad, entre otras, la liquidación y compensación de operaciones con contratos de futuros y opciones celebrados por sus miembros. Actúan como intermediarios entre comprador y vendedor y se comprometen a hacer entrega del activo respectivo al comprador y de realizar el correspondiente pago al vendedor, a la fecha de vencimiento del contrato.

Liquidación diaria.—Procedimiento por el cual, al final de cada sesión de negociación, la institución de compensación y liquidación de contratos, procede a cargar o a abonar las pérdidas y ganancias producidas durante la sesión a los participantes en el mercado derivado. A su vez, por este procedimiento la institución de compensación y liquidación de contratos procede a cargar las pérdidas sufridas en las posiciones vendedoras en contratos de opción.

Liquidación del contrato.—Es la modalidad bajo la cual se verifica el cumplimiento de prestaciones contenidas en el Instrumento Financiero Derivado. Puede ser de dos tipos:

- a) Mediante la entrega física del elemento subyacente.
- b) Mediante liquidación financiera: A través de la liquidación en efectivo o del cierre de posiciones.

Liquidación en efectivo.—Liquidación en dinero.

Margen inicial.—Es el depósito en garantía inicial, exigido al comprador y al vendedor, para asegurar el cumplimiento del contrato frente a pérdidas en los contratos de futuros y las posiciones vendedoras en contratos de opción.

Margen de mantenimiento.—Es la suma que debe ser provista, según las normas de cada Cámara de compensación, para compensar las pérdidas producidas al final de cada sesión diaria, durante la vigencia de una posición abierta en compra o venta de contratos de futuros o en venta de contratos de opciones.

Mecanismos centralizados de negociación de contratos.—Son entidades domiciliadas en el país o fuera de él, que reúnen e interconectan simultáneamente a varios compradores y vendedores con el objeto de cotizar y negociar Instrumentos Financieros Derivados.

Opción de compra o call.—Opción financiera mediante la cual su tenedor adquiere el derecho, mas no la obligación, de comprar el elemento subyacente objeto del contrato a un precio de ejercicio de- terminado.

Opción de venta o put.—Opción financiera mediante la cual su tenedor adquiere el derecho, mas no la obligación, de vender el elemento subyacente objeto del contrato a un precio de ejercicio determinado.

Posición abierta de compra o venta de contratos de futuros y opciones.—Representa los compromi- sos vigentes de un participante en adquisiciones o entregas futuras u opcionales de un elemento sub- yacente, no compensados por posiciones vigentes opuestas en un contrato de tipo, clase y serie idénticos en la misma bolsa. *Posición corta.*—Posición de venta. *Posición larga.*—Posición de compra.

Posiciones simétricas.—Estrategia financiera por la cual se mantienen abiertas posiciones cortas y largas en dos o más Instrumentos Financieros Derivados, con el mismo precio de ejercicio y el mismo vencimiento, produciendo variaciones correlativas y de sentido inverso.

Precio al contado o spot.—Valor al contado del elemento subyacente.

Precio de ejercicio.—Precio al cual el tenedor de una opción *call* o *put*, puede ejercer sus respectivos derechos para la compra o venta del elemento subyacente.

Prima.—Importe que el tenedor de una opción paga al suscriptor con la finalidad de adquirir el dere- cho a comprar o vender un elemento subyacente al precio de ejercicio.

Retornos.—Devolución de parte o la totalidad del margen de mantenimiento depositado por una de las partes cuando, producto de la liquidación diaria, la parte contratante resulta en posición acreedora.

Swaps.—Contratos de permuta financiera mediante los cuales se efectúa el intercambio periódico de flujos de dinero calculados en función de la aplicación de una tasa o índice sobre una cantidad nocio- nal o base de referencia.

- **8.2.- Entrevista Ricardo Marra – Tesorero del MATBA**

La siguiente es una **síntesis de la Memoria del Ejercicio 2014--2015** del MATba, aportada por nuestro entrevistado Ricardo Marra quien nos facilitó el Balance de la

institución.⁷⁰

- De acuerdo al balance cerrado al 30 de junio del presente año informamos que, los registros totales han alcanzado la marca mas alta desde la crisis del 2001/2002 superando los 20 millones de toneladas, de los cuales 15.482.406 corresponden a futuros y 4.591.000 a opciones.
- El principal producto operado siguió siendo la soja con 15.304.050 toneladas operadas, representando el 76% del total, no obstante se produjo una pequeña baja con respecto al ejercicio anterior.
- El interés abierto al finalizar el ciclo se ubico en 16.744 contratos, un 9.59% por encima del ejercicio precedente. Este crecimiento es un indicador de la liquidez del mercado y revela el nivel de confianza que los usuarios depositan en el Matba.
- Con respecto a la ubicación internacional, para el 2010, el Matba mantiene el sexto lugar en trigo y el séptimo en maíz, en tanto en el caso de la soja ha avanzado un puesto, ubicándose en el tercer lugar detrás de los mercados globales de Chicago y Dalian.
- Por otra parte, con lo que respecta a la tecnología, se ha dado un paso muy importante con la incorporación de una plataforma de mercado electrónico de última generación con protocolo fix y posibilidad de acceso remoto al mercado (dma). Se prevé que entre en producción en los próximos meses.
- Otros puntos que se aportan, son por ejemplo incorporaciones de contrato, como ser el de la soja a 30 días a partir de agosto del 2011, se trata de contratos de 30 toneladas de negociación continua para ser cumplidos en 30 días corridos de la fecha de contratación. Finalidad de esta operatoria es ofrecer transparencia y seguridad. Y otro de los puntos es el patrimonio de los operadores, el mismo a partir del 1 de

⁷⁰ Cómo los datos obtenidos no son actualizados a la fecha, según surge de las distintas fuentes analizadas procedimos a acercarnos al mercado para obtener mayor información además solicitamos una entrevista a Ingeniero RICARDO MARRA, Actual Tesorero del MATBA, también fue presidente de dicha institución durante los años 2000 a 2009, como consecuencia de esto formó parte de la presidencia en el año 2007 de la Association of Future Markets, asociación que agrupa mercados de países emergentes.

julio 2011, establece un mínimo requerido en u\$s 70000.

b) Operatoria en el MATBA su funcionamiento⁷¹

- **¿Cómo es la operatoria en el MATBA y cuáles son las garantías que brinda la institución?**

Se opera en rueda en el primer piso de la bolsa en el mismo horario que la bolsa de Chicago, y después viene una operatoria electrónica. El principal producto es la soja, después le siguen el trigo y el maíz, después del 2002 hubo algunos contratos de girasol (prácticamente no se está operando), otros contratos como el aceite o el índice Ica que no funcionaron. El sistema de garantías se basa fundamentalmente en la reposición diaria de diferencias, que son márgenes que se van pagando, eso hace que nunca se produjera un incumplimiento y el mercado siempre queda cubierto de que alguien no pague.

- **Cual es el criterio para elegir un producto para operar**

En este momento la soja es el principal producto en Argentina en cuanto al volumen, ya que es el que menores restricciones tiene para exportar.

Las medidas tomadas hacen que sean muy difíciles de otorgar los permisos para exportar trigo y maíz, con lo cual gran parte los jugadores de la parte demanda, como ser los exportadores, no quieren tomar posiciones a futuro ya que temen que no se pueda exportar y terminen perdiendo. Al faltar esos principales poderes, el volumen, la cantidad superada en trigo y maíz empezó a caer muy fuerte. Cuando en 2006 empieza frenando las exportaciones del trigo es cuando empieza a parar la operatoria y en el 2008 se empezó hacerlo mismo con el maíz y ahí ya cayó directamente. Con lo cual, la soja es la que tiene más volumen y es la única que no tiene restricciones para exportar. Las retenciones nuevamente establecidas para los productos exportados no favorecen la competitividad de este sector.

¿Por qué son las restricciones?

En Argentina nunca hubo restricciones para exportar, simplemente había que declarar las exportaciones. Nunca faltó trigo, nunca faltó maíz, nunca faltó soja.

⁷¹ Ingeniero Ricardo Marra Actual Tesorero del MATBA, también fue presidente de dicha institución durante los años 2000 a 2009, como consecuencia de esto formó parte de la presidencia en el año 2007 de la Association of Future Markets, asociación que agrupa mercados de países emergentes. Le realizamos una entrevista de la cual extrajimos las siguientes respuestas.

Ya que ningún exportador se anima hacer negocios cuando estiman la producción que hay. Nadie se anima a vender más y que después no haya para comprar.

La idea del anterior gobierno era cuidar la mesa de los argentinos, que no falte trigo ni maíz, que no suba el precio del pan. Con lo cual se cierran las exportaciones de estos productos porque pensaron que con esto evitaban la suba de precio de pan, pero subió igual. Entonces Argentina, se perdió de exportar y se produce menos de lo que se tendría que producir. Lo que importa en el Mercado a término, es que afecta al volumen de operaciones Actualmente estamos expectantes de la ratificación del cambio.

- **Qué tipo de commodities que se comercializan**

Operaban trigo, operamos maíz, pero no en las cantidades que se hace con la soja.

Se opera más futuros en soja que en Brasil, a pesar que ellos operan en la Bolsa de San Pablo, que es la quinta bolsa del mundo, y no tienen la cultura de futuros en soja que tenemos nosotros a pesar que se producen 70 millones de toneladas.

En cambio en maíz, que nosotros siempre operábamos mucho más que ellos, hoy en día en la bolsa de San Pablo operan más ellos que nosotros, por las restricciones que antes mencionaba. Por lo menos, tendríamos que estar operando el volumen que opera Brasil, pero no lo estamos haciendo. En el mercado de futuros para que funcione, como es un juego libre entre la oferta y la demanda, en cuanto les ponés alguna regla distinta, alguna limitante, hace que comerciales no tomen cobertura y no operen.

- **¿Hay inversiones extranjeras en esas operaciones?**

En el mercado de los noventa operaban muchos extranjeros, en su mayoría de Uruguay y los molinos brasileros. Brasil importaba el 90% de trigo de la Argentina en esa época, con lo cual le era más útil a Brasil tener cobertura en los contratos de Argentina y no de Chicago. Pero después, en el 2003-2004 cualquier inversor extranjero, necesitaba un encaje del 30 % por un año sin que se le paguen intereses, entonces a pesar de todas las gestiones realizadas en conjunto el MATBA y el ROFEX para que dejen entrar esa plata acá, nunca se logró. Y eso también te restringe porque Argentina, así como en la bolsa de Chicago es el principal mercado de futuros de commodities y hay operadores de todo el mundo, sólo pueden operar inversores argentinos. Si Para depositar en Argentina por cada U\$S 1000 tenés que dejar como garantía U\$S

300 inmovilizados, y encima eso no otorga intereses, no resulta rentable.

- **¿Qué perspectivas para el campo en general y para los mercados de futuros**

Si nos tenemos que basar en la profundización del modelo y, va a haber más control para el trigo y el maíz, va a ser más problemático operar contratos de futuros.

Por otro lado, la soja va a seguir porque parte del gobierno funciona con los ingresos de las retenciones de la soja, le conviene lo que es la operatoria, con lo cual al mercado a término le sirve, tiene una buena chance. Todo seguiría igual, salvo que por alguna necesidad del ingreso de dólares, liberen las exportaciones del trigo y del maíz. Pero tendría que ser un cambio importante que no se si lo vamos a ver en los próximos cuatro años.

- **¿Cree que es alto el volumen de operaciones con futuros?**

En realidad se podría operar mucho más de lo que se está operando. En los últimos 20 años en la Argentina, con respecto a otros países, tenemos cultura de derivados en comparación a lo que pude percibir estando en la presidencia del Matba.

Cuando me recibí en el año 1981 no había conocimiento, no se sabía que eran los futuros, pero a través de los años se fueron incorporando en las carreras tanto de agronomía, ciencias económicas, comercialización, etc, los conocimientos de futuros y opciones.

Y hoy en día los profesionales, pueden saber que es una opción, put, un call o lo que es un futuro. Falta mucho todavía, los productores mayores no lo usan tanto, pero sí las generaciones que hoy tienen 40 años, usan las opciones, los futuros, para tomar cobertura. Es un factor generacional.

- **¿Cuál es el tipo de contrato más utilizado?**

Nosotros tenemos clientes, productores y acopiadores y generalmente lo más fácil para empezar a operar es comprar un put, es una acción de venta, donde se aseguran un mínimo. Van comprando put cuando hacen el cálculo de cómo va la siembra.

Es la primera operación, mas básica, que cualquier productor necesita y utiliza para cubrirse de cualquier contingencia de baja de precio. A veces se hace difícil, por los escenarios que se escuchan de los “gurúes” o especialistas que dicen que se van a mantener los precios altos, entonces cuesta que el productor gaste en este seguro de precio. En Argentina, al no existir un precio sostén como en EEUU, tratamos entonces de que los productores lo hagan. La segunda herramienta que usan los productores, es el put

sintético, venden un forward, que es un futuro no a través del término sino directamente a través de un exportador, y con esa venta compran un call, una opción de compra, y se cubren que si están vendiendo y el valor de la cosecha sea muy alto no perder esa ganancia y poder recuperarla.

- ¿Existe algún beneficio impositivo al operar con estos instrumentos?

No hay beneficio impositivo. En todo mercado hay parte comercial y parte especulativa, y es necesario el especulador, ya que le da liquidez y asume a riesgo que no tiene que asumir aquel que es productor. El especulador es aquel que compra el riesgo que le va a vender el que tiene que producir. Un especulador que opera en la bolsa de valores y gana no paga impuesto a las ganancias, en cambio si opera con soja y gana, sí tiene que pagar impuesto a las ganancias. No tenemos la ventaja impositiva que tienen otros mercados de valores, como ser el de acciones.

- ¿Cómo es la operatoria respecto de las Posiciones abiertas / cerradas?

Un contrato abierto es lo que fija la liquidez de un mercado. El MATBA es el que más contratos abiertos tiene de soja, trigo y maíz en la Argentina, mucho más que Rofex, o que Brasil. Cuánto más volumen se opere, más cantidad de contratos abiertos. Uno puede ver cuán líquido es cada contrato, miro y si hay mucha liquidez en la soja mayo y en la soja noviembre, pero no en la de enero entonces ahí elijo cuándo operar. .

- ¿La utilización es por inestabilidad económica, factor estacional, o por qué motivo?

El que lo utiliza es para una cobertura de riesgo. Aquel concepto de productor de hace 30 años, no es lo mismo que hoy, que un productor es un empresario, y está muy profesionalizado. Nadie toma una decisión tan riesgosa como la de producir si no se asegura un piso mínimo, un precio mínimo, hoy es una herramienta fundamental. Sobre todo hoy en día, con los fondos fiduciarios donde uno pone fondos para siembra uno no puede tirar la moneda a ver cuánto valdrá la soja cuándo cosechemos. Hay que asegurarse una rentabilidad mínima o por lo menos asegurarse de no perder. Existe la pérdida por cuestiones climáticas, pero ahí ya tendrá que tomar un seguro de granizo, climático. Pero el seguro de precio a es a través de un mercado de futuros.

- **AFIP cuenta con las herramientas suficientes para su correcta fiscalización? ¿Qué sucede con las operaciones de cobertura?**

Aún existe mucho desconocimiento en las operaciones de derivados, y más en lo que es la

comisión de los corredores. La cobertura es contra la baja del precio. Por ejemplo, un corredor de cereales opera a comisión, a porcentaje, entonces la comisión no es la misma cuando la soja vale U\$S 300 que cuando vale U\$S150. Es decir, bajaría un 50 %, entonces por esta baja se puede comprar una opción para cubrirse. Esto se puede tomar como especulación, pero en definitiva se aplica esta herramienta para cubrirse.

- **Aspectos que pueden mejorarse, en cuánto a su funcionamiento y organización. Expectativas de la institución?**

El mercado me permitió estar muchas veces afuera y mirando la operatoria del mundo, creo que el punto fundamental, sería la unificación de los dos mercados de la Argentina, lo cual mejoraría la operatoria. Se intentó realizar pero la otra parte, es decir, el Rofex, no accedió, tal vez por la locaria, por su concepto de pertenecer a Rosario. No se justifica que en Argentina haya dos mercados. Respecto a las mejoras, hay dos mercados: el piso y el electrónico, con lo cual habría que mejorar lo que es la plataforma electrónica y aplicar lo que es el dma, que es una plataforma para que cada operador pueda realizar la operatoria desde su computadora, con la habilitación respectiva, que es como se hace en los mercados del mundo. Por otro lado, ya comenzamos las tramitaciones para empezar a incursionar en otros contratos de commodities como es el oro, la plata, el Petróleo y los futuros financieros, como lo es el dólar, tasa de interés. El ROFEX desarrolló un contrato exitoso con el dólar, y el MATBA uno con la soja, maíz y trigo entonces una fusión hubiese sido muy exitosa. Lamentablemente, esto no sucedió pero siempre estamos muy abiertos para realizar convenios con el Merval el Mae y otros mercados.

- **¿Cuál es el beneficio del tablero electrónico?**

Todos los operadores están habilitados con una computadora y eso se opera a través de una red. Está comprobado que los mercados que operan de manera electrónica operan mucho más. Ya casi no se opera en lo que es piso, en el resto del mundo. A los más viejos nos gusta el piso, porque es más sociable, más divertido a los más jóvenes les gusta más lo electrónico que el piso. Pero además del gusto, el mercado tiene que ser electrónico para que puedan acceder la mayor cantidad de participantes, lo que le da mayor éxito al mercado.