

Operaciones a Fijar precio según futuros

Darío Gustavo Ouvrard

Becario Programa de Formación 2004

cursos@bcr.com.ar

Bolsa de Comercio de Rosario

"Los conceptos, datos y opiniones vertidas en los artículos, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión de la Bolsa de Comercio de Rosario, deslindando la institución toda responsabilidad derivada de la exactitud de la información allí contenida. Queda prohibida la reproducción total o parcial de los artículos sin autorización de sus autores".

Abstract

El presente trabajo estriba en presentar una descripción sobre esta modalidad de contratación mediante la cual las partes acuerdan un contrato de compraventa pero, entre la entrega de la mercadería y el momento en que se procede a la determinación de precio existe un lapso de tiempo, definido en el contrato.

Índice

1 Abstract	2
2 Descripción general de las operaciones a fijar precio	3
3 Análisis de las operaciones a fijar precio según futuros	6
3.1 Ventajas.....	7
3.2 Desventajas.....	8
3.2.1 Administración del riesgo precio.....	8
3.2.1.1 Herramientas para la administración del riesgo precio.....	9
3.2.1.1.1 Contratos de Futuros.....	9
3.2.1.1.2 Opciones sobre Contratos de Futuros.....	10
3.2.1.1.3 Posiciones Sintéticas.....	11
3.2.2 Mecanismo de cobertura.....	12
3.3 Causas de la escasa utilización actual.....	14
4 Conclusión	15
5 Bibliografía	16
5.1 Libros y revistas especializadas.....	16
5.2 Páginas de Internet.....	16
6 Agradecimientos	17
7 Apéndice	18
8 Anexos	19
8.1 Ejercicio práctico.....	19
8.2 Gráficos de cobertura.....	22

1 Abstract

El presente trabajo estriba en presentar una descripción sobre esta modalidad de contratación mediante la cual las partes acuerdan un contrato de compraventa pero, entre la entrega de la mercadería y el momento en que se procede a la determinación de precio existe un lapso de tiempo, definido en el contrato.

Producto que actualmente en nuestro país las operaciones a fijar precio según futuros presentan una escasa utilización frente a lo que ocurre en otros lugares donde el volumen negociado es ampliamente superior, el objetivo primario planteado es, precisamente, encontrar las causas que determinan esta situación.

Para cumplir con este requerimiento no solo se recurrió a la información disponible en libros, revistas especializadas, páginas de internet, etc sino también a encuestas personales, telefónicas o vía emails a distintos partícipes destacados del sector.

En una primera parte se presenta una descripción general sobre la operatoria a fijar, acentuando los aspectos básicos que hacen a la misma, como por ejemplo fechas límites para determinar el precio, límites máximos y mínimos de fijación, pautas a seguir en caso de incumplimiento de una de las partes de alguno de los términos del contrato, etc para terminar con una breve definición de las distintas modalidades disponible para seleccionar la forma en que puede ser fijado el precio.

Definido los aspectos comunes a todas las modalidades, se procede luego, con el tratamiento exclusivo de la modalidad “por Mercado de futuros”, considerando todos los puntos necesarios para desarrollar una cabal idea de la misma.

Veremos además las distintas ventajas que es posible lograr al negociar con esta modalidad clasificadas por cada beneficiario, como así también las desventajas, tratadas con el mismo criterio antes mencionado y procurando también, en este último caso, hallar posibles vías alternativas para enfrentarlas.

2. Descripción general de las operaciones a fijar precio

En muchas ocasiones tanto productores como acopios no pueden retener por lapsos prolongados los granos por falta de espacio físico, en especial en tiempos de cosecha o en regiones donde se practica el doble cultivo.

Para salvar esta dificultad, los mismos cuentan con la posibilidad de entregar la mercadería a exportadores, establecimientos industriales y otros compradores sin determinar el precio en ese momento, vendiendo a “fijar precio”.

Se entenderá por “compraventa a fijar” a todo contrato en el que se pacte la entrega de la mercadería con fines de venta, pero el precio no estuviese determinado al momento de la contratación. En tal caso, se presume que el vendedor se reserva la facultad de seleccionar el día en que se fijará el precio de la totalidad de la mercadería vendida o de una parte de la misma, hasta el límite estatuido convencionalmente.

En el momento de la entrega se define la calidad de los granos, cantidad y demás términos del contrato, con la sola excepción del precio, que queda pendiente de determinación.

En cuanto al plazo disponible para la fijación, se presentará una clara oposición de intereses. Oferentes procurarán dilatar lo máximo posible este lapso esperando que las cotizaciones evolucionen al alza mejorando así el precio obtenido y demandantes lo contrario, acortarlo todo lo que se pueda, salvo que el mercado esté invertido.

Los vendedores buscan en un negocio a fijar, entregar mercadería a terceros que no pueden almacenar pero que tampoco quieren o pueden vender.

Los compradores buscarán asegurarse la provisión de mercadería para su industria o actividad.

Las partes pueden convenir libremente la forma por la cual se determinará el precio. Si no hubiesen convenido nada, el precio será fijado sobre la base del valor corriente en plaza del lugar de la entrega, para mercadería con la calidad y condiciones del contrato. Si no existiese cotización o precio de referencia, la Cámara a cuyo arbitrio se hubiesen sometido determinará, a pedido de parte y con efectos de laudo arbitral, el precio al que se realizará la fijación.

En cuanto a la fijación se pueden establecer las siguientes reglas¹:

1. Salvo pacto en contrario, el vendedor deberá comunicar al comprador la fijación que realiza, antes del inicio del mercado con el cual quiere ejercitarla.
2. Las partes podrán convenir límites máximos y mínimos para las fijaciones. Si nada hubiesen convenido, en los contratos superiores a 1.000 (mil) toneladas, el vendedor no podrá fijar diariamente más de un 20% (veinte por ciento) del tonelaje total del contrato.
3. Las partes deberán establecer una fecha límite para que el vendedor ejerza la facultad de fijar el precio.
4. Si la fecha límite convenida por las partes resultara un día inhábil, la fijación se realizará conforme el valor del primer día hábil siguiente. Si las partes no hubiesen establecido un día determinado como fecha límite pero sí el mes, se entenderá que vence el último día hábil de ese mes.
5. En cualquier caso que el vendedor no hubiese ejercido la facultad de fijar el precio, se tendrá por fijado en la fecha límite. Si se hubiesen establecido limitaciones a la cantidad a

¹ Las siguientes reglas y usos serán de aplicación cuando las partes no hubiesen pactado lo contrario.

fijar, se respetarán esas limitaciones, teniéndose por fijado el precio proporcionalmente para cada parcial en los días anteriores a la fecha límite.

En caso de que una de las partes incurra en incumplimiento del contrato, se aplicarán los siguientes preceptos:

1. Las partes podrán convenir el pago de multas por incumplimiento, las que tendrán los efectos de una cláusula penal. Cuando la multa esté expresada bajo la forma de porcentual, el mismo se entenderá referido al valor del tonelaje incumplido a la fecha del incumplimiento.
- 2 En los casos de que por error u omisión en la negociación no se haya pactado absolutamente ninguna clase de multa, corresponderá el 10 (diez) por ciento que representa el uso y costumbre.

No obstante lo anterior, los negocios a fijar pueden pactarse sin ningún tipo de sanciones por incumplimiento. Este sería el caso en que el comprador faculta al vendedor a entregar toda la mercadería que este pueda, hasta una fecha determinada. Para lo cual, se suele abrir un contrato referencial sin multa donde el volumen final será el que el vendedor haya podido despachar hasta el límite de tiempo fijado.

Cabe aclarar que en la práctica la cantidad de negocios que se resuelven con el pago de alguna sanción por incumplimiento es casi nula. Generalmente, mediando algún inconveniente, se procede a una renegociación que no implica mayores costos para las partes.

Estratégicamente se pueden observar distintos momentos en los cuales la oferta necesita vender a fijar:

1. En precosecha. Buscando potenciar el acopio o asegurarse lugar para guardar la producción propia. En este caso el negocio deberá pactarse antes de la llegada de la cosecha. Si bien no existe un momento preciso, es común que entre septiembre y octubre hasta la llegada de la próxima cosecha, se lleven a cabo las operaciones.
2. En plena cosecha. Puede suceder que un comprador, ante la inexistencia de mercadería, por demora de cosecha o venta inesperada, utilice la operatoria a fijar para procurarse la misma. Esto suele suceder entre febrero y mayo.
3. Finalizada la cosecha. Históricamente entre mediados de mayo y junio todo se calma y no se observan operaciones a fijar. No obstante, en un contexto de 80 (ochenta) millones de toneladas aproximadamente como el acaecido en la campaña 2004/2005 estando a fines de mayo se siguen observando negocios a fijar. Por lo tanto, con estos volúmenes de cosecha los negocios a fijar serían una constante todo el año.
4. Principios de julio. Se reactivan los negocios a fijar. Los vendedores comienzan a utilizar estos negocios con la intención de liberar espacio de planta y en especial no dejar parado camiones (quienes lo posean) o para aprovechar la rebaja en los fletes.
5. Comenzando agosto. Con el advenimiento de la cosecha de trigo, la oferta nuevamente busca vender para liberar espacios y aprovechar los últimos momentos de fletes baratos. A partir de aquí se vuelve a comenzar con el proceso desde el punto 1.

Existen diversas formas dentro de la operatoria “a fijar precio” en las cuales se puede realizar el negocio:

Por pizarra ciega: en este caso el vendedor fija el precio sin saber las cotizaciones de pizarra fijadas por la Cámara Arbitral de Cereales. La pizarra sale aproximadamente a las 10:30 horas de cada día. Usualmente es común que el vendedor avise que el precio se fijará en base a esta modalidad antes de la apertura del mercado del día anterior, hasta las 11 o 12 horas aproximadamente. No obstante, al pactarse esto libremente, existen operaciones donde el precio se puede fijar hasta las 14, 16 o 18 horas.

Pizarra tuerta. Es una variante de la anterior, en la cual el vendedor fija el precio antes de que se desarrolle el mercado del día o media hora antes de que cierre Chicago, lo que suceda antes. Consecuentemente, es una fijación por pizarra ciega pero al menos el vendedor tiene una idea de cómo puede llegar a desarrollarse el mercado.

Por pizarra vista: el vendedor fija el precio una vez conocida la pizarra correspondiente al día. Por lo tanto, el aviso de formulación se realizará pocos minutos después de conocida la misma. Esta modalidad es muy poco usual ya que perjudica totalmente al comprador. Al fijarse el precio por un mercado formado el día anterior, el vendedor conoce las expectativas bastante ciertas que se tienen para el día siguiente, contando con esta información, el vendedor cuenta con la posibilidad de especular con gran certidumbre, ubicándose así en una posición de privilegio en detrimento del comprador.

Por precio de mercado: el vendedor fija al comprador el precio que éste paga durante el desarrollo del mercado. Esta es una modalidad que ha venido creciendo mucho en los últimos tiempos.

Con primas o descuentos sobre pizarra: la primera de las alternativas se otorga por la calidad que presenta la mercadería entregada, en tanto que la segunda, en general, por gastos de almacenaje. Esta modalidad puede presentarse también por puertos de embarque, como sucede en Bahía Blanca, que al no contar con una pizarra representativa es común ver que los negocios se hagan con primas o descuentos sobre la pizarra de Rosario, tanto en soja como maíz.

Por mercado de futuros: este es el objeto de estudio del presente trabajo y se desarrollará en los próximos capítulos.

3 Análisis de las operaciones a fijar precio según Futuros

En un negocio a fijar por mercado a término la calidad, plazos de entrega, condiciones de recibo, etc, se negocian de la misma forma que para el resto de las modalidades, variando únicamente la manera en que se fija el precio.

Vendedor y comprador deberán acordar las posiciones en el mercado de Futuros por el cual se negociarán los volúmenes, que deberán coincidir de manera exacta.

Por ende, el día que vence cada una de estas posiciones, el vendedor debe tener una posición vendida en el Mercado a Término equivalente al volumen que pactó para ese mes y el comprador exactamente lo contrario, una posición comprada por esa misma cantidad.

Por intermedio del corredor que realizó la operación, se presentan ese último día una carta al mercado de futuros donde se explica que las posiciones del vendedor X están calzadas con la del Comprador Y. El mercado selecciona las carátulas de X e Y, dando las entregas por cumplidas y canceladas, procediendo a la liquidación de las diferencias de precios y posición de cada parte entre sí.

Cada parte que interviene en el contrato tiene el derecho a realizar las operaciones de compra y venta cuando lo crea conveniente, unilateral e independientemente de lo que su contraparte haga, dentro de los plazos preestablecidos.

Esta es tal vez una de las principales características que posee esta modalidad, ya que el comprador y no solo el vendedor puede elegir el momento en el cual le pone precio a la mercadería. En los otros casos, más allá de la hora dentro del día, el derecho a fijar el precio es exclusivo del vendedor, siguiendo los parámetros prefijados de común acuerdo.

Por lo tanto, los precios que ambos obtengan en el mercado no van a coincidir y, de hecho, sería una casualidad que esto suceda porque la venta y compra no se dan, o al menos no tiene porqué darse, al mismo tiempo.

Un punto a considerar por quienes operan con esta modalidad es el depósito inicial y las diferencias diarias.

El primero de los casos hace referencia a la garantía que deben consignar las partes para poder operar, que varía según cada mercado. En Rofex es de USD 1200 y en MATBA USD 1000, ambos por cada contrato negociado de 100 toneladas. Esta garantía será devuelta al vencimiento del contrato, siempre que no medie incumplimiento del involucrado de la responsabilidad de depositar las diferencias a que hace referencia el párrafo siguiente.

El segundo punto se relaciona con la evolución de nuestra posición. Todos los días, desde que se produce cada fijación hasta el vencimiento del contrato, surgirán diferencias en función de la evolución del precio de ajuste, que tendrán que depositarse al mercado o, llegado el caso, recibir de este. Esto significa que el precio de nuestra posición para el mercado varía cotidianamente. Pero para el operador no. De esta forma, si un operador vende a USD 160 la tonelada, ese será su precio de venta, pero para el mercado esto ajustará todos los días en función del valor que tome el precio de ajuste.

En caso de que no se cumpla con la exigencia planteada en el párrafo anterior, el mercado cancelará nuestra posición y cubrirá con la garantía inicial cualquier diferencia que pueda darse.

Finalizada la operación y no mediando incumplimiento alguno, el mercado no procederá a pagar al vendedor el dinero correspondiente por sus operaciones hasta que el comprador no haya ingresado al mismo el monto representativo de la compra.

Un tema interesante a considerar en lo que se refiere a operaciones a fijar precio según futuros son los negocios a fijar por el índice. En este caso se pactan posiciones en forma referencial, pero no es obligación para las partes tomar una posición en el mercado ya que el mismo termina ajustando por el precio de pizarra y no hay entrega física de la mercadería. En esta oportunidad el corredor no debe presentar la carta al mercado ya que al no haber físico, no hay cruce de carátulas. Para dar un ejemplo supongamos el siguiente caso, comprador y vendedor pactan un negocio a fijar bajo esta modalidad por 1000 toneladas de soja posición mayo. Si durante el tiempo que media entre que acuerdan el negocio y el vencimiento de la posición mayo (30 de abril) ambas partes no hubiesen fijado el precio, tanto comprador como vendedor tomarían las 1000 toneladas de soja por el precio de pizarra correspondiente al último día hábil de abril. Podrán vender o comprar previamente una parte o toda la posición si encuentran precios que sean de su interés, siendo el mecanismo igual al convencional.

3.1 Ventajas

Para analizar este tema se considerará primero las ventajas que aportan el común de las modalidades a fijar precio a los diferentes participantes del sector, para luego, considerar las que procuran exclusivamente las operaciones a fijar precio por futuros.

En cuanto al productor, vendiendo a fijar, le permite evitar vender los granos rápido y a cualquier precio por no contar con otra alternativa, ya que por un lado, le soluciona el problema que representa la falta de almacenamiento y que le obligaría a traspasar la propiedad de la mercadería al tiempo de la cosecha cuando los precios son bajos, y por otro lado, en muchas oportunidades el comprador, en especial el exportador por su situación financiera, pueden realizar adelantos a cuenta del precio final a una tasa de interés fija por lo cual el productor contaría con los fondos necesarios para atender los gastos que representa el nuevo ciclo agrícola. En síntesis, se podría decir que el productor entrega la mercadería cuando los precios sufren la presión de cosecha, en tanto que, cuando se fija el precio han transcurrido varios meses y la mercadería se ha tornado más escasa, revalorizándose.

El comprador, a su vez, se garantiza la posesión de los granos que necesita para atender sus necesidades de producción o cumplimiento de contratos para exportación. En el caso de los exportadores, si bien no pueden embarcar mercadería que no tenga comprada a precio, cuentan con muchas alternativas para generar y originar precio.

En cuanto al caso de un acopio o cooperativa, las operaciones a fijar potencian la capacidad de almacenamiento de tales instituciones y, al entregar los granos consignados, liberan espacio para atender las necesidades de almacenamiento de otros clientes, lo que significa, que aumenta la rotación de la mercadería acopiada con el consiguiente acrecentamiento de su rentabilidad.

Considerando específicamente la modalidad según futuros, la principal ventaja que aporta, es que tanto comprador como vendedor pueden cerrar su precio en el momento en que lo crean conveniente, actuando dentro del marco temporal consignado en el contrato. Esto significa que el comprador no está obligado a comprar cuando el vendedor esté dispuesto a vender, sino que ambos operadores pueden fijar el precio de la mercadería en forma independiente y en el momento que cada uno encuentre en el mercado la oportunidad que lo satisfaga, dentro del plazo acordado.

3.2 Desventajas

Uno de los inconvenientes que presenta esta modalidad y que atañe tanto a compradores como vendedores es el costo a la operatoria en el mercado de futuros, representado por el depósito de garantías o margen inicial y las diferencias diarias.

Las garantías constituyen una inmovilización temporaria de fondos, que no mediando ningún tipo de problemas, finalizada la operatoria el Mercado a Término procede a su restitución. Pero como toda retención de activos genera un costo de oportunidad que tendrá que ser inexorablemente afrontado por el operador.

En cuanto a las diferencias diarias, como ya se ha mencionado, dependen de la evolución del precio de ajuste desde que se produce la fijación del precio hasta el vencimiento de la posición. En la práctica, cada vez que se genere una diferencia se recibirá un llamado del corredor pidiendo un depósito en efectivo o avisando que se ha acreditado en nuestra cuenta un saldo positivo. Los beneficios que arroje nuestra posición, si son de libre disposición desde el momento que se producen, no generan costo financiero de ningún tipo; en caso de no contar con tal disponibilidad inmediata, ocasionarán un costo de oportunidad mientras se encuentren inmovilizados. La posibilidad de disponer de un saldo positivo dependerá del Mercado a Término donde se haya registrado la operación. El pago de diferencias, durante el tiempo que estén inmovilizados, generará un costo financiero. Este será implícito (costo de oportunidad) o explícito (si para poder afrontar dicho desembolso es necesario recurrir a un crédito).

Otro inconveniente a destacar se relaciona con el movimiento adverso de los precios. A continuación se presentan algunas de las alternativas disponibles, dentro del amplio abanico de posibilidades existente, para que oferentes y demandantes puedan valerse a la hora de cubrirse de las fluctuaciones adversas del factor precio.

3.2.1 Administración del Riesgo Precio.

En todas las empresas vinculadas con el sector agropecuario la administración del riesgo precio, es decir, la cobertura ante cambios desfavorables en las cotizaciones del grano, reviste una importancia clave, ya que es uno de los mayores riesgos a los que se enfrentan.

En economías con alto grado de control estatal, es el estado mismo quien asegura mediante diversos mecanismos, que tanto productores, industriales, etc, obtengan en sus operaciones un determinado precio del grano y, de esta manera, una mayor previsibilidad de su rentabilidad.

En mercados libres, por el contrario, tal proteccionismo no se consigue por medios intervencionistas, sino mediante la habilidad para utilizar las herramientas disponibles a su alcance.

Los Mercados de Futuros surgen hacia fines del siglo XIX y comienzo del siglo XX en distintas regiones de América en paralelo al desarrollo de los mercados de commodities, con el claro objetivo de producir un medio al cual puedan recurrir quienes negociaban con tales productos para reducir su exposición a las variaciones desfavorables en las cotizaciones. De esta manera surgieron dos poderosas herramientas para administrar el riesgo precio: Futuros y Opciones sobre Futuros.

Desde la perspectiva de un coberturista, el objetivo que se persigue con el uso de estas herramientas es de lograr una mayor estabilidad de precios. Si bien, en algunos casos es posible obtener una ganancia extra, cabe recordar, que en economía son raras las posibilidades de lograr un beneficio extra y una mayor seguridad simultáneamente.

3.2.1.1 Herramientas para la administración del riesgo precio.

3.2.1.1.1 Contratos de Futuros.

Un Contrato de Futuros es una orden de compra o venta que se hace de un activo o de un bien pero con antelación. El precio se fija cuando se efectúa la orden, pero no se paga hasta la fecha de entrega de lo que se haya comprado.²

Este tipo de contratos se negocia en mercados institucionalizados quienes predeterminan todos los términos del contrato –es decir, calidad, cantidad, fecha y lugar de entrega- con la sola excepción del precio, el cual es negociado por las partes que intervienen.

Para operar en el Mercado a Término es necesaria la intervención de una firma corredora habilitada y pagar por cada contrato negociado un Derecho de Registro -que será fijado por cada mercado- y la Comisión del Corredor, que es de libre fijación.

Una de las características de los mercados de futuros es la garantía total del cumplimiento de las operaciones que en el se realizan. Para lograr tal garantía, cada mercado está asociado con una Casa Compensadora, que en el caso de el Mercado a Término de Rosario S. A. la misma es Argentina Clearing House.

Para evitar el riesgo que implicaría el incumplimiento de una de las partes, la Casa Compensador exige a cada operador un sistema de garantías en dos etapas:

1. Un depósito o margen inicial, que varía según el Mercado a Término en el cual realicemos las operaciones. Este depósito implica una inmovilización temporal de fondos durante el período de validez del contrato, dado que una vez finalizada la operación en el mercado se procede a su devolución.
2. Depósitos o diferencias diarias en efectivo de acuerdo a la evolución de la posición de futuros. Para este motivo se fija cotidianamente un Precio de Ajuste para cada producto y cada posición en la que existan operaciones a futuros registradas. De esta forma las diferencias que se deberán depositar se limitan a la variación del Precio de Ajuste entre una rueda y otra

Al registrar una operación la firma Corredora nos abrirá una cuenta corriente, en la que se volcarán los resultados de la evolución diaria de nuestra posición como también el depósito inicial y el Derecho de Registro.

Existen dos alternativas para completar o liquidar una operación con Futuros:

1. Cancelación anticipada de la posición: en este caso quien asumió una posición vendedora (compradora) en el Mercado a Término, puede cancelar su posición comprando (vendiendo) un contrato equivalente. Los resultados de la operación provendrán de la diferencia entre los precios a los que se realizaron ambas operaciones. Luego de la cancelación del contrato, el mercado devuelve los importes depositados como garantía y, a su vez, entrega la ganancia resultante de la operación o debita la pérdida.
2. Cumplimiento del contrato: toda operación que permanezca sin cancelar hasta su vencimiento, se deberá liquidar mediante la entrega o recepción de la mercadería, de acuerdo a los términos del contrato. No obstante, un procedimiento alternativo y relativamente nuevo para liquidar posiciones abiertas al vencimiento es el de los contratos tipo cash settlement –como el Índice Soja Rosafé (ISR)-. La entrega o recepción de granos

² Brealey y Mayers. “Fundamentos de Financiación Empresarial”. McGraw-Hill, 1993. Pág. 387.

en estas operaciones no está permitida, con lo cual, se logra un doble propósito: por un lado se facilitan las operaciones de cobertura que por el objetivo perseguido los operadores no necesitan de mercadería en caso de no haber cancelado su posición anticipadamente y, por otro lado, se fomenta el ingreso de especuladores que aportan liquidez al mercado ya que no considera la disposición de granos para cumplimentar la operación. Compradores y vendedores que a la fecha de vencimiento del contrato no hubiesen optado por la cancelación anticipada, liquidarán sus posiciones tomando como referencia el precio cámara o precio pizarra del grano que corresponda. Por ejemplo, quien compró Contratos de Futuros ISR Mayo a U\$S 200 por tonelada y al 30/4 –fecha de vencimiento- no hubiese cancelado su posición, para determinar el resultado de la operación deberá comparar el precio del contrato con el precio de pizarra correspondiente al vencimiento; suponiendo que la pizarra fue de U\$S 220, la ganancia de la operación sería de U\$S 20 por cada tonelada comprada. Si en cambio hubiese tomado una posición vendedora en lugar de compradora a ese precio, hubiese perdido los U\$S 20 por cada tonelada.

Operando con contratos de futuros se pone límite a las variaciones adversas de los precios, pero a cambio de este costo, se resigna la posibilidad de beneficiarse con ganancias extras si el mercado lo permitiese.

3.2.1.1.2 Opciones sobre Contratos de Futuros.

Las opciones son contratos en los que el comprador, mediante el pago de una prima, obtiene el derecho a comprar (vender) un determinado subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) y hasta una fecha establecida.³

Las opciones de compra (Call) y las opciones de venta (Put) son contratos diferentes usados para propósitos distintos y, cada uno, requiere de un vendedor y comprador.

Quien compra un Put tiene el derecho de ser titular de un Contrato de Venta de Futuros para un determinado grano y precio de ejercicio. Al ser un derecho y no una obligación, además de brindar una cobertura ante un descenso de los precios, proporciona la posibilidad de beneficiar a su poseedor con la venta de los granos a un mayor precio, si el mercado evoluciona en esta forma.

El comprador de un Call tiene el derecho de ser poseedor de un Contrato de Compra de Futuros para un grano y precio de ejercicio definido. Una Opción de Compra protege al coberturista de un alza de precios, ofreciendo además, la posibilidad de obtener un precio menor si el mercado lo permitiese.

Sin embargo esta mayor flexibilidad no es gratuita, sino que obtiene a cambio de un mayor costo, representado por la prima.

De la misma forma que ocurre cuando se negocian contratos de futuros, en el caso de las opciones es necesario pagar un Derecho de Registro y la Comisión de la casa corredora.

Como al comprar una opción no estamos adquiriendo una posición en el mercado sino un derecho a tomarla, no se requieren depósitos de márgenes diarios ni depósito inicial, como sucede en el caso de la operatoria de futuros. Además la máxima pérdida a la que el comprador de una opción está sujeto está representada por la prima, la cual se paga al comienzo de la operación.

³ Programa de Capacitación Bolsa de Comercio de Rosario año 2004. “Introducción a los futuros y opciones agrícolas”, página 7.

Como a los fines del presente trabajo importa la perspectiva de un coberturista, se analizarán a continuación, las tres alternativas disponibles para cancelar una operación de compra de opciones:

1. Ejercer la Opción: puede ser ejercida en cualquier momento desde que se registra en el Mercado a Término hasta su fecha de expiración. Por lógica, el proceder de esta manera se funda en la posibilidad de obtener una ganancia que, resultará, cuando la opción presente valor intrínseco. Producido el ejercicio se le asigna al comprador de la opción una posición en el Mercado a Término. Con esto, se deberán depositar los márgenes (inicial y los flujos diarios según la evolución de la posición) indicados para Futuros y contando con la posibilidad de liquidación del contrato según lo indicado para el mismo caso.
2. Lanzar un opción para la misma posición y precio de ejercicio: si en algún momento antes de la fecha de expiración la cotización del futuro evolucionara de forma tal que la opción esté en condiciones de ser ejercida se puede evitar las complicaciones derivadas del ejercicio. En tal caso hay que ordenarle al corredor que venda una opción idéntica a la comprada y la ganancia de la operación quedará determinada por la diferencia entre la prima pagada por la compra y la cobrada por el lanzamiento. Dada la mayor simplicidad y los menores gastos involucrados, cuando sea posible obtener una ganancia del lanzamiento, es conveniente esta alternativa frente al ejercicio.
3. Dejar que expire la opción: esta será la alternativa a considerar cuando el ejercicio o lanzamiento no resulten convenientes. En este caso la pérdida resultante se formará con la prima, la comisión del corredor y el Derecho de Registro. No obstante, no debería considerarse como una pérdida de dinero solamente, sino como un costo por haber tenido un seguro en caso de que los precios hubiesen tomado una dirección contraria a la conveniencia del comprador de la opción.

3.2.1.1.3 Posiciones Sintéticas

Son aquellas que se construyen en forma artificial, pero consiguiendo un resultado equivalente a la posición que se busca emular.

Dicho de otra manera, una posición sintética no es más que combinar compra y/o venta de Futuros y Opciones para lograr un resultado equivalente al obtenido en una posición directa en Futuros u Opciones.

En algunas circunstancias negociar con sintéticos puede ser preferible a la operación básica de comprar o vender Futuros u Opciones. Por ejemplo, con un Put sintético se puede lograr un precio de ejercicio que no se está negociando en el mercado o una prima menor.

Siguiendo con los lineamientos antes planteados, se desarrollarán a continuación las posiciones sintéticas de las que puede valerse un coberturista para lograr sus objetivos:

- Futuro sintético comprado: Call comprado + Put vendido.
- Futuro sintético vendido: Call vendido + Put comprado.
- Call sintético comprado: Futuro comprado + Put comprado.
- Put sintético comprado: Futuro vendido + Call comprado.

Es importante destacar que el uso combinado de futuros y opciones al permitir obtener una ganancia extra por la reducción de algún costo se acerca al límite de la especulación.

Por lo tanto, hay que tener claro en que negocio estamos y cuales son nuestros objetivos al recurrir al mercado, para de esta forma, no correr el riesgo de caer tras la pura especulación.

3.2.2 Mecanismo de cobertura.

En términos generales, una cobertura significa tomar una posición en el Mercado a Término contraria a la que se tiene en el de Disponible.

Por lo tanto, si se tiene una posición comprada en el Disponible (cuando tiene o está por tener los granos) se debe asumir una posición vendida en el Mercado a Término. Por el contrario, quien está vendido en el Disponible (cuando ha entregado la mercadería) debe tomar una posición compradora en el Mercado a Término.

Antes de comenzar con el desarrollo del tema es importante destacar que, si bien, una estrategia de cobertura es una herramienta adecuada para administrar el riesgo precio, no implica de por sí una ganancia asegurada, ni mucho menos que tenga que ser utilizada en todos los casos. Como corolario, antes de comenzar con cualquier estrategia de este tipo, lo primero es determinar que margen de ganancias resultaría satisfactorio y que precio la provocaría, para luego, recurrir al mercado procurando ese objetivo.

Cobertura compradora: es aquella que debería emprender quien, habiendo vendido granos en el Mercado de Disponible (productores agropecuarios, acopios) bajo la modalidad a fijar precio, busca evitar el perjuicio que implicaría un aumento de la cotización de la mercadería, desde producida la fijación, hasta el vencimiento de la posición. Para lograr esta protección, el coberturista cuenta con las siguientes alternativas:

- Compra de Contratos de Futuros,
- Compra de una Opción de Compra (Call),
- Compra de Futuros sintéticos,
- Compra de Calls sintéticos.

La elección entre estas alternativas, así como también considerar la no cobertura, dependerá de nuestras expectativas en cuanto a la evolución futura de los precios.

Si fuésemos muy optimistas respecto a la dirección que tomarán los precios (escenario bajista) la alternativa más conveniente, al menos hasta que haya algún indicio que nos provoque la revisión de nuestras expectativas, sería mantenernos sin cobertura, ya que no tendríamos que afrontar el costo de armar una estrategia.

Si en cambio fuésemos fuertemente pesimistas en cuanto a las cotizaciones futuras (escenario alcista), la alternativa recomendable sería comprar Contratos de Futuros o su equivalente en sintéticos, pues nos daría la posibilidad de obtener un mejor resultado final al no tener que afrontar el costo de una prima.

Por último, con una expectativa más neutral o intermedia en cuanto al futuro precio de los granos, valdría la pena afrontar el costo que implica una prima y comprar un Call o su correspondiente sintético.

Sin perder de vista lo anterior, otro factor clave a la hora de decidir un acción es nuestra capacidad financiera, tanto para afrontar riesgos en caso de que la evolución de los precios tome un sentido contrario al que esperamos, como también, para cumplir con los requisitos de márgenes y diferencias diarias requeridos para el caso de Futuros.

Cobertura vendedora: un industrial, exportador, etc que compró granos a fijar según futuros está expuesto a que, una vez producida la fijación, las cotizaciones tomen una dirección descendente. Con lo cual, terminaría pagando un precio superior por el grano adquirido. Para

evitar este perjuicio, es posible emprender una estrategia de cobertura, contando con las siguientes alternativas:

- Venta de Contratos de Futuros,
- Venta de Puts,
- Venta de Futuros sintéticos,
- Venta de Put sintéticos.

Como se expresó cuando se trató el caso de una cobertura compradora, la decisión entre emprender una estrategia o no, como así también, que alternativa seleccionar si resolvemos cubrirnos, dependerá de nuestras expectativas acerca de la dirección que tomarán los precios en el futuro y de nuestra capacidad financiera para absorber riesgos.

Si nuestras expectativas sobre la evolución futura de los precios es alcista, la mejor opción sería no emprender ninguna acción de cobertura, al menos por el momento.

Si nuestras predicciones son bajistas, lo recomendable sería emprender una acción de cobertura. La herramienta a seleccionar estará relacionada con la intensidad de nuestras expectativas y nuestra disponibilidad financiera. Si fuésemos muy pesimistas, la alternativa preferida será la venta de Futuros o su equivalente sintético. Si tuviésemos una postura moderadamente pesimista o nuestra disponibilidad financiera no nos permite la selección de otra alternativa nos inclinaremos por la venta de Put o su equivalente sintético.

Por último, la acción que un coberturista emprende no es definitiva ni irreversible, por lo tanto, al cambiar las bases en que se erigieron nuestras expectativas es posible alterar la estrategia original y acomodarla a las nuevas perspectivas. Por ejemplo, en el caso de haber emprendido un cobertura vendedora con Futuros y sucediera algún acontecimiento que nos obliga a modificar nuestras expectativas avizorando un porvenir más satisfactorio, podemos liquidar nuestra posición en Futuros mediante una operación exactamente inversa a la original, (siempre que se tome tal decisión antes de la fecha en que deba hacerse efectivo el contrato, o sea, fecha de vencimiento) y mantenernos sin cobertura, al menos, hasta que alguna otra noticia o hecho nos provoque un nuevo proceso de revisión y reacomodamiento de nuestra estrategia.

3.3 Causas de la escasa utilización actual:

Luego de haber realizado varias encuestas a distintos participantes del sector y analizado la información resultante, todo parece indicar que las principales razones que conllevan a la exigua utilización actual de esta modalidad resultan de los siguientes aspectos:

- Falta de conocimiento de las personas vinculadas con la producción y comercialización de granos sobre la operatoria de los Mercados de Futuros.
- Los costos asociados con la misma, representados por la garantía inicial y los depósitos de diferencias diarias.
- Aspectos culturales, como por ejemplo, el gran arraigo a las operaciones en el mercado de disponible.

Estos factores han llevado a que en la actualidad los productores agrarios y otros participantes del sector no se hayan volcado de manera masiva a los mercados de futuros y opciones, desdeñando con esto, la posibilidad de contar con instrumentos de cobertura que minimicen los riesgos ocasionados por las fluctuaciones del precio, como también, para disponer de una alternativa más al momento de vender su producción como lo es la venta a fijar tratada en este trabajo.

Para demostrar lo mencionado en el párrafo anterior no hace falta más que comparar el volumen negociado en el Mercado a Término con el total producido en el país para cualquier grano u oleaginosa.

Este encadenamiento de causales y circunstancias hace que un comprador encuentre más conveniente comprar en el mercado de disponible que en el mercado a término o, en su defecto, utilizar la modalidad de compraventa a fijar según pizarra ciega ya que obtendría habitualmente precios más bajos.

4 Conclusión

Este trabajo intenta dejar en claro todos los aspectos generales que compradores y vendedores deben considerar para poder negociar un contrato de compraventa bajo esta modalidad de contratación.

Se presentaron las ventajas que la misma derrama sobre todos los participantes del negocio como también los lados negativos que merecen atención. En lo que respecta a este último punto vale enfatizar que si bien el costo de realizar una operación fue presentada como la principal desventaja para ambas partes y uno de los obstáculos para el desarrollo de esta modalidad, es destacable aclarar que también es una forma adecuada para que el mercado pueda asegurar el cumplimiento de las operaciones que en él se realizan y, por lo tanto, que al finalizar la fecha de contratación ningún operador sufra las consecuencias del incumplimiento de su contraparte.

En cuanto al desconocimiento o desinterés sobre los mercados de futuros de los operadores presentados como un determinante importante de la utilización actual de los negocios a fijar según futuros, es insoslayable reconocer que no representa una excusa del todo válida de presentar.

Para comprobar esto último basta no solo con mencionar la amplia información presente en Internet a la que con escasos recursos cualquier persona está en condiciones de acceder, libros y revistas especializadas que se encuentran a libre disposición en universidades y otras instituciones vinculadas con el sector, que destacan las virtudes de recurrir a los mercados de futuros para diversos fines, sino también con señalar la nueva generación de productores agropecuarios profesionales recibidos en carreras como Administración de Empresas, Contaduría y otras, en las cuales todos estos temas forman parte de los planes de estudios.

No obstante, el mercado tiene la posibilidad de realizar su aporte no sólo para propender a una mayor utilización de la operatoria a fijar con futuros sino principalmente para lograr una absoluta transparencia en la formación del precio, que sería transitar los caminos necesarios para que hubiera un gran mercado de futuros que concentrara toda la oferta y la demanda (incluyendo las actividades especulativas) y que se negocien primas o descuentos de ese mercado en función de los plazos o lugares de entregas.

Es en este marco, en el cual, las operaciones a fijar con futuros tienen una posibilidad inmejorable de convertirse, parafraseando a uno del encuestados, en el *camino a seguir*.

5 Bibliografía

5.1 Libros y publicaciones especializadas

- Fundamentos de Financiación Empresarial. Richard Brealy y Stewart Mayers. Madrid. McGraw-Hill 1993.
- Futuros y Opciones de la Empresa Agropecuaria. Edición Actualizada. Convenio AACREA – Banco Río. Departamento Técnico AACREA 1997.
- Futuros y Opciones de la Empresa Agropecuaria II. Estrategia de Posicionamiento. Convenio AACREA – Banco Río. Departamento Técnico AACREA 1998.
- Introducción a los Mercado de Futuros y Opciones. John Hull. 2ª edición.
- Introducción a los futuros y opciones agrícolas. Programa de capacitación. Bolsa de Comercio de Rosario.
- Mercado de futuros y opciones II. Programa de formación. Bolsa de Comercio de Rosario.

5.2 Páginas de internet

- www.bcr.com.ar
- www.cabcbue.com.ar
- www.cedasaba.com.ar
- www.fyo.com.ar
- www.rofex.com.ar
- www.sagpya.mecon.gov.ar
- www.sansa-acopio.com
- www.sil.com.ar

6 Agradecimientos

Quisiera ofrecer un reconocimiento a todos los que con su apoyo hicieron posible la realización de este trabajo: en especial a mi tutor, el Sr. Andrés Ponte, quien desinteresadamente y con toda paciencia me brindó la guía necesaria y, sin la cual, nada de esto hubiera podido tomar forma, a Mabel Quiroz por toda la ayuda suministrada, a mis padres por estar siempre a mi lado y a todos lo que me proporcionaron información sin esperar nada más que un simple gracias.

7 Apéndice

Costo de oportunidad: es la rentabilidad a la que se renuncia por tener el dinero inmovilizado en lugar de aplicarlo a una inversión productiva. En otras palabras, representa un recurso que se deja de percibir pero no un movimiento financiero.

Mercado invertido: se produce cuando el precio de contado (o de las posiciones más cercanas en futuros) supera al futuro (o a las posiciones más lejanas en futuros). Esto se produce cuando existe alguna razón determinada que lleva a que el mercado esté valorando más las posiciones cercanas.

Precio de Ajuste: es el precio de cierre del día. En los mercados de futuros de nuestro país el precio de ajuste es el promedio entre la última cotización compradora y vendedora del día.

Precio de Pizarra: la cotización de pizarra es un dato puntual, consensuado por una Comisión Semanera a primera hora del día (aproximadamente a las 10:30 a. m.) que intenta reflejar un precio patrón del mercado desarrollado el día hábil inmediato anterior.

Rotación de la mercadería (caso acopio): cantidad de grano comprada y vendida en relación a la capacidad de almacenamiento disponible en silos. La rotación es una medida de eficiencia y, en general, cuanto mayor es esta mayor serán las utilidades.

Valor intrínseco: cantidad de dinero, si existe, que se puede obtener ejerciendo una opción a un determinado precio de ejercicio. Para un Put, hay valor intrínseco cuando el precio del futuro está por debajo de su precio de ejercicio. Un Call tiene valor intrínseco cuando el precio de ejercicio está por debajo del precio del futuro.

8 Anexos

8.1 Ejercicio Práctico

A principios de mayo un productor agropecuario y un exportador acuerdan un contrato de compraventa “a fijar” por mercado de futuros de 15000 toneladas de soja. La entrega de la mercadería se produce en los meses de Abril y Mayo y, luego de determinar la calidad de los granos y demás términos del contrato, acuerdan las posiciones de la siguiente manera:

Tabla 8 – 1. Fijación de posiciones en el Mercado a Término.

Julio	3000
Agosto	3000
Septiembre	4500
Octubre	4500

A efectos prácticos, a continuación, se presentará lo correspondiente a la posición Julio y consideraremos que la operación se realiza en el Mercado a Término de Rosario S. A.

Como se definió al comienzo del trabajo, llegado al vencimiento de la posición, en este caso el 30 de Junio, el comprador debe tener una posición comprada equivalente a 3000 toneladas y el vendedor una posición vendida por esa misma cantidad. Pero la forma en que cumplan con este requisito queda a discreción de cada operador.

Perspectiva del comprador: durante el mes de Mayo por intermediación del corredor correspondiente, el comprador comienza la fijación del precio de compra de 1000 toneladas de soja. Para poder realizar la operación, como primera medida se deberá cumplir con el requisito de garantías que, en este caso, son de USD 12000 (USD 1200 por cada contrato de 100 toneladas).

Tabla 8 – 2. Fijación del precio de 1000 toneladas de soja.

Fecha	Precio de compra	Precio de Ajuste
15/5	USD 180	USD 187

Como al finalizar el día el futuro ajustó a USD 187 la tonelada, el operador recibirá del mercado USD 7 por tonelada.

Durante el mes de Junio, el comprador procede con la fijación del precio del resto de la mercadería de la siguiente forma:

El 1° de Junio, previo depósito de los USD 12000 correspondientes a la garantía inicial , establece el precio de otras 1000 toneladas de soja.

Tabla 8– 3. Fijación del precio de 1000 toneladas.

Fecha	Precio de compra	Precio de Ajuste
1/6	USD 190	USD 198

En concepto de diferencias diarias, marcadas por la evolución del precio de ajuste, el mercado le acreditará al comprador USD 11 por cada tonelada negociada el 15 de mayo y en cuanto a la operación realizada en la fecha, en función de la diferencia entre el precio de ajuste y el precio de compra fijado, el vendedor recibirá USD 8 por tonelada.

Para cumplir con el compromiso de contar con una posición comprada al 30 de Junio de 3000 toneladas, el comprador procede a fijar el precio del resto de los granos el 15 de Junio, para lo cual, deposita la garantía de USD 12000. Los resultados son:

Tabla 8– 4. Fijación del precio de 1000 toneladas de soja.

Fecha	Precio de compra	Precio de Ajuste
15/6	USD 200	USD 192

En este caso el comprador habrá depositado las diferencias correspondientes a las operaciones anteriores de USD 6 por cada tonelada negociada en cada operación y USD 8 por cada tonelada negociada el 15 de Junio.

Llegada la fecha de vencimiento, 30 de Junio, se procede a la liquidación de la operación, obteniendo los siguientes resultados:

Tabla 8 – 5. Cálculo de diferencias expresadas en \$ / TM.

Precio Promedio de Compra	Precio de ajuste al Vto.	Diferencias
190	180	-10

El comprador pagará al mercado por cada tonelada adquirida USD 180. Pero al considerar los USD 10 en concepto de diferencias diarias que habrá tenido que consignar en función de la evolución diaria de la posición se forman los USD 190, que fue el precio (en promedio) fijado por él en sus operaciones.

Perspectiva del vendedor: durante el mes de Mayo el vendedor, por medio de la casa corredora contratada para tal fin, procede a la fijación del precio de 2000 toneladas de soja en sendas operaciones de 1000 toneladas cada una. Para lo cual tendrá que depositar como requisito previo las garantías correspondientes de USD 12000 antes de realizar cada operación.

Tabla 8 – 6. Fijación del precio de 1000 toneladas de soja.

Fecha	Precio de compra	Precio de Ajuste
1/5	USD 150	USD 158

Con el precio de ajuste a USD 158, el vendedor tendrá que depositar al mercado USD 8 por cada tonelada.

Tabla 8 – 7. Fijación del precio de 1000 toneladas de soja.

Fecha	Precio de compra	Precio de Ajuste
13/5	USD 175	USD 170

Dada la evolución de los precios, el operador habrá depositado los USD 12 al mercado por cada tonelada negociada el 1/5 y se le acreditará USD 5 por cada tonelada que fijó en esta ocasión.

Para completar con su obligación el vendedor fija el precio del resto de la mercadería, mediando previamente el depósito de la garantía inicial de USD 12000.

Tabla 8 – 8. Fijación del precio de 1000 toneladas de soja.

Fecha	Precio de compra	Precio de Ajuste
25/6	USD 185	USD 190

Con el ajuste en USD 190, el mercado le exigirá el depósito de USD 5 por tonelada negociada en esta fecha. En cuanto a las operaciones anteriores, habrá depositado los USD 20 por tonelada que venía perdiendo en función de la evolución del precio de ajuste.

Producido el vencimiento de la posición Julio se procede a la liquidación de las diferencias de precios, llegando al siguiente resultado:

Tabla 8 – 9. Cálculo de diferencias expresadas en \$ / TM.

Precio Promedio de Compra	Precio de ajuste al Vto.	Diferencia
170	180	-10

Como consecuencia de las operaciones realizadas el vendedor cobrará al mercado por cada tonelada vendida USD 180 que, al considerar los USD 10 por tonelada que pierde en función de la dirección tomada por los precios se llega a los USD 170 la tonelada, precio al que realizó la operación.

8.2 Gráficos de Cobertura.

Representación gráfica de los instrumentos financieros mencionados en el apartado 3.2.1.1 utilizados para la administración del riesgo precio, con los siguientes precios de ejercicio y, llegado el caso, primas.

- Compra de Futuro a USD 150 por tonelada.
- Venta de Futuro: a USD 150 por tonelada.
- Compra de un Call a USD 160 por tonelada con una prima de USD 5 por tonelada.
- Compra de un Put a USD 145 por tonelada y una prima de USD 5 por tonelada.
- Compra de un Futuro sintético formado por la compra de un Call a USD 160 la tonelada con una prima de USD 5 por tonelada y venta de un Put a USD 160 la tonelada y prima de USD 5 por tonelada.
- Venta de un Futuro sintético armado por compra de un Put a USD 160 por tonelada con una prima de USD 5 por tonelada y venta de un Call a USD 160 la tonelada y prima USD 5 por tonelada.
- Compra de un Call sintético formado por: compra futuros a USD 160 la tonelada y por la compra de un Put a USD 160 la tonelada con una prima de USD 5 la tonelada.
- Compra de un Put sintético formado de la siguiente manera: compra de un Call a USD 160 la tonelada con una prima de USD 5 por tonelada y venta de un futuro a USD 160 la tonelada.

Gráfico 8 – 1. Futuro comprado.

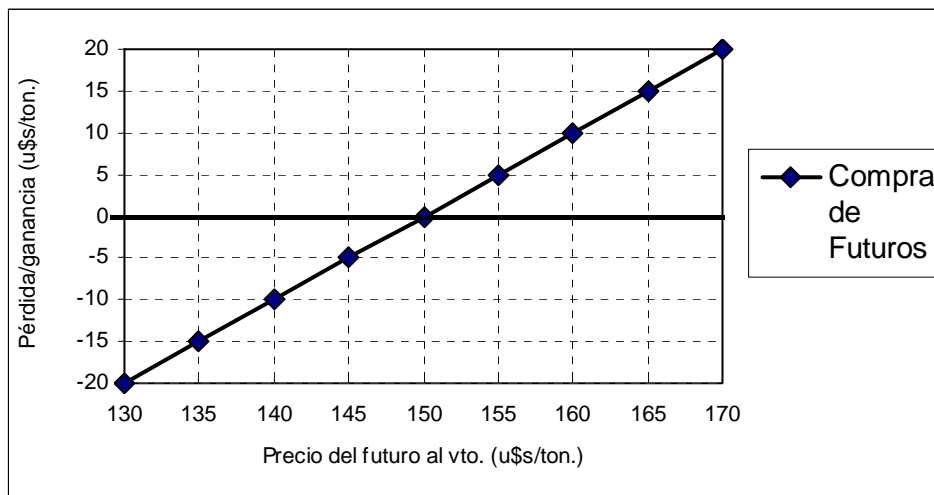


Gráfico 8 – 2. Futuro vendido.

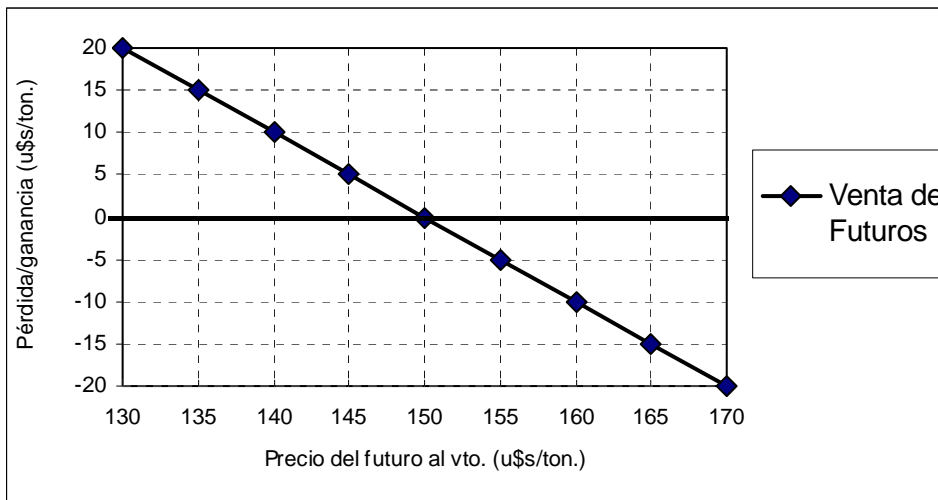


Gráfico 8 – 3. Call comprado.

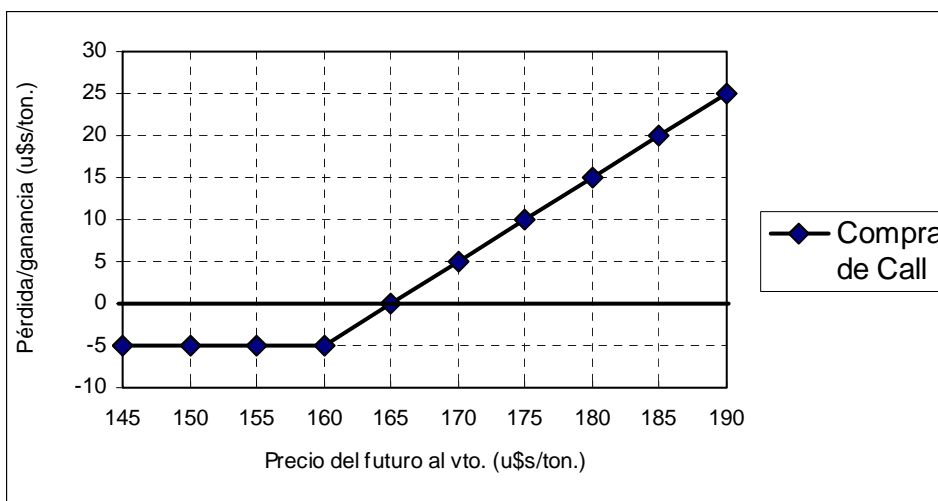


Gráfico 8 – 4. Put comprado.

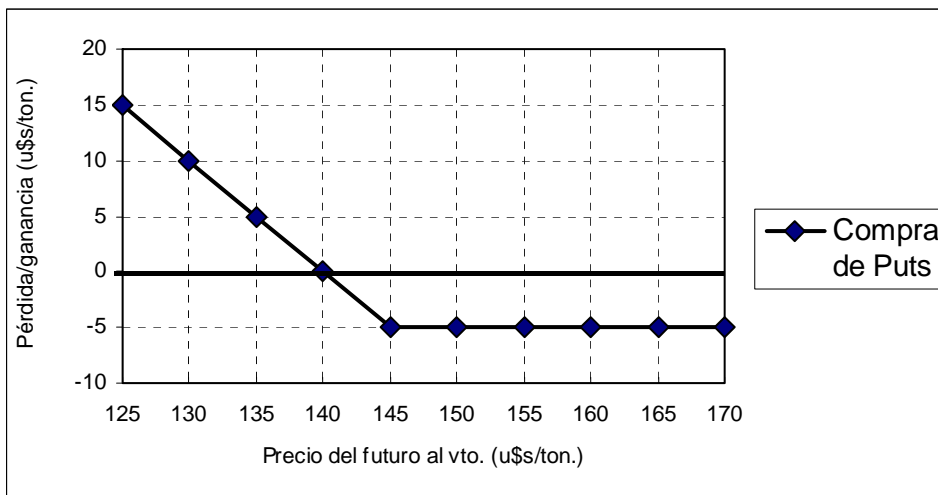


Gráfico 8 – 5. Futuro sintético comprado.

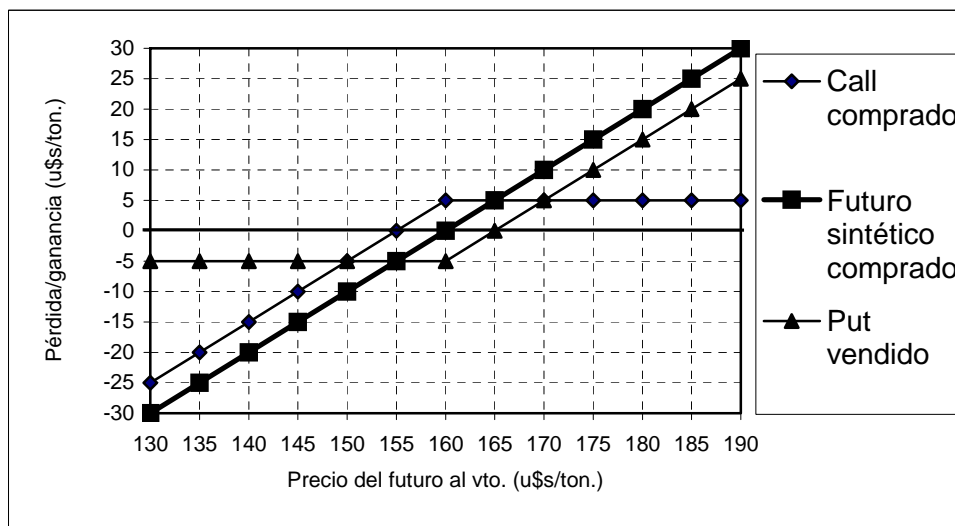


Gráfico 8 – 6. Futuro sintético vendido.

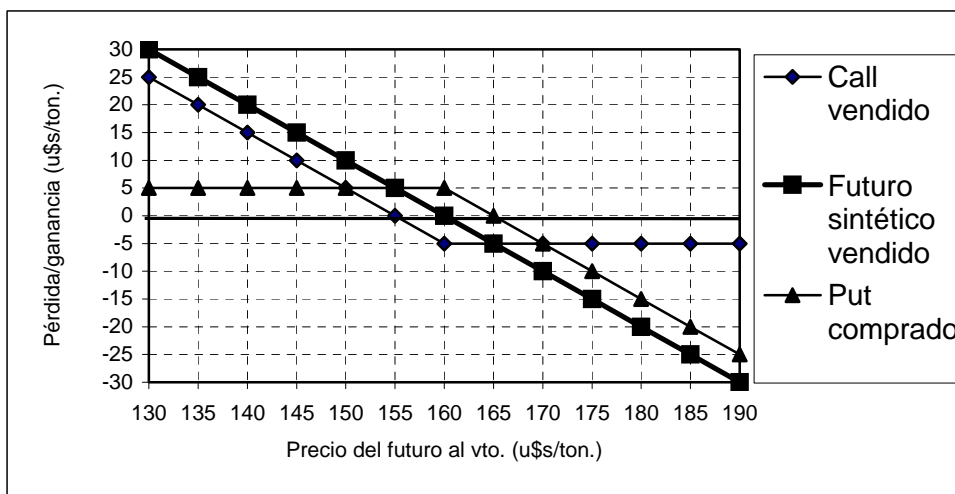


Gráfico 8 – 7. Call sintético comprado.

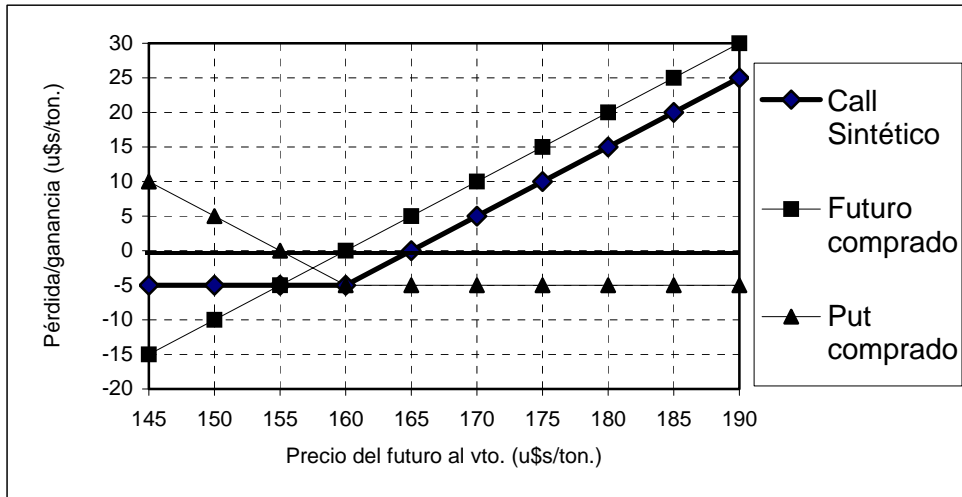


Gráfico 8 – 8. Put sintético comprado.

