



# La ley Dodd-Frank y algunas lecciones para Argentina

**Estrella Perotti\***

La más reciente crisis financiera internacional del año 2008 impulsó a los reguladores de los principales bloques económicos a crear nuevas legislaciones para limitar la participación de los especuladores. Dentro de dicha postura, organismos internacionales como el G-20 y la IOSCO emitieron, y continúan emitiendo, principios que pretenden asegurar una aproximación consistente y global a la super-

visión, combatir la manipulación de precios y mejorar la transparencia del proceso de formación de precios de todo tipo de activo financiero.

Quizás la regulación más relevante haya sido la Ley Dodd-Frank, de reforma financiera y de protección de los consumidores estadounidenses, impulsada por la Comisión de Mer-

---

\* Ejecutivo en Jefe del Departamento de Capacitación & Desarrollo de Mercados de la Bolsa de Comercio de Rosario

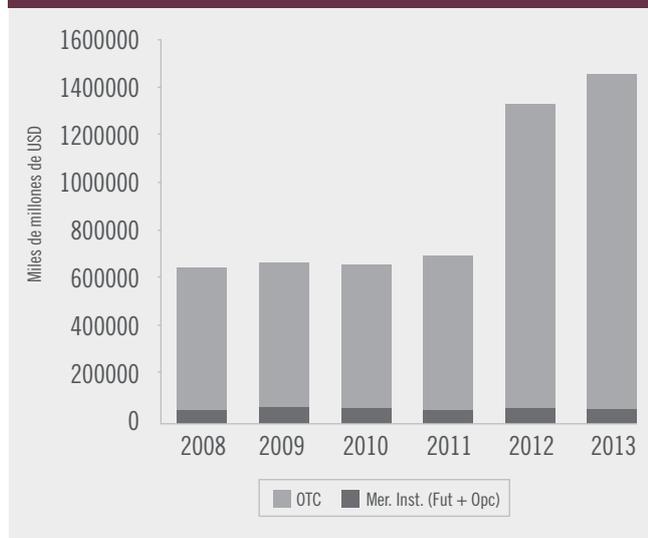
cados y Valores de Estados Unidos (SEC, por las siglas en inglés de *Security and Exchange Commission*), que entró en vigencia a partir de julio del 2010. La reforma abarca casi todos los aspectos de la industria de los servicios financieros, con el objetivo de devolver a los inversores la confianza en la solvencia del sistema financiero estadounidense.

Este importante cambio normativo representa, para algunos participantes de la industria, un reto operativo en la continuidad de sus transacciones cotidianas; mientras que, para otros, se revela como una oportunidad para expandir su negocio dentro del sector financiero.

Lo primero que el lector debe conocer es que existen dos grandes divisiones dentro del mercado financiero. Por un lado, se encuentran los mercados institucionalizados, los cuales diseñan y reglamentan los términos y las condiciones de los contratos (unidad de negociación, fecha de vencimiento, márgenes de garantía, porcentaje o valor de fluctuación máxima diaria admitida, etc.) que se negocian en ellos, estandarizándolos, y sometidos a la aprobación del organismo de control. Por otro lado, los mercados no institucionalizados o sobre el mostrador (OTC, por las siglas en inglés de *Over-The-Counter*), donde se negocian contratos a medida. En este caso, las partes acuerdan los términos y las condiciones de las operaciones en un marco de flexibilidad y conveniencia mutua.

Contrariamente a lo que se podría suponer, la negociación en mercados OTC supera ampliamente a las transacciones registradas en mercados institucionalizados, fundamentalmente en lo que a contratos derivados se refiere, tal y como puede verse en el gráfico adjunto.

**GRAFICO 1. VOLUMEN NEGOCIADO EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS DEL MUNDO**  
(En miles de millones de dólares de valor nominal)



Fuente: Bank for International Settlement (BIS) a diciembre de 2013.

## LAS PROPUESTAS DE LEY DODD-FRANK QUE HUBIERAN AFECTADO AL MERCADO AGROPECUARIO

En relación directa con los instrumentos financieros vinculados a los *mercados agropecuarios*, el volumen se reduce ampliamente<sup>1</sup>. No obstante ello, esta ley estadounidense, que influye tanto en los inversores domésticos como en los extranjeros, dio lugar a reglamentaciones sumamente rigurosas y abarcativas. Las mismas se fueron modificando a fin de no perjudicar la liquidez de los mercados ni a los participantes de dichos mercados.

Paradójicamente, la ley Dodd-Frank pone el foco en el concepto de *"commodity agropecuaria"*. Hasta entonces no existía una definición formal de ese concepto por parte de los organismos reguladores en EE.UU. La precisión en la definición tuvo como objetivo, fundamentalmente, determinar la forma de regular los *swaps* agropecuarios, un tipo de contrato OTC.

Conforme a la norma, la definición de *commodity agropecuaria* se compone de cuatro categorías:

1) Las materias primas (*commodities*, como se las conoce en inglés) listadas expresamente en la norma, las cuales incluyen trigo, algodón, maíz, los productos del complejo sojero, animales en pie, etc.

2) Una segunda categoría alcanzada por una definición operativa genérica que comprende a "toda otra *commodity* que es, o ha sido, o ha derivado de un organismo vivo, incluyendo plantas, animales y vida acuática, los cuales por los general son fungibles, dentro de sus respectivas clases y son utilizados fundamentalmente para consumo humano, alimentación animal o como fibra natural".

3) Una categorización abarcativa de *commodities* que generalmente serían reconocidas como agropecuarias por su naturaleza, pero que no se encuadran dentro de la definición genérica del punto anterior: "Tabaco, productos de la horticultura y otras *commodities* consumidas por animales o humanos que la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) pueda normar, regular o fijar ordenamiento previa notificación y audiencia pública" y,

4) Finalmente, una disposición aplicable a "índices de *commodities* cuyo subyacente esté compuesto total o parcialmente por *commodities* agropecuarias".

La categoría uno se explica por sí misma. El Congreso declara que los productos enumerados son considerados *commodities* agropecuarias.

La categoría dos marca una distinción entre productos derivados de organismos vivos usados para consumo humano, refugio, alimentación animal o fibra natural abarcados por la definición y productos obtenidos a través del procesamiento de insumos de origen vegetal o animal para crear productos ampliamente utilizados como insumos industriales (fuera de la

definición). La CFTC completa la explicación de esta categoría con un ejemplo muy claro. El ácido poliláctico, un derivado del maíz utilizado en la elaboración de embalajes biodegradables, cae fuera de la definición. Por lo tanto, cuando se compra una bolsa de chips con envase biodegradable, el chip cae dentro de la definición pero el envoltorio no.

La categoría tres incluye *commodities* que no se ajustan fácilmente a las dos definiciones anteriores, pero que por su naturaleza deberían considerarse agropecuarias. Los dos ejemplos mencionados en la definición son el tabaco y los productos de la horticultura —por ejemplo, las plantas ornamentales. Respecto de cualquier otra cosa utilizada o consumida por seres humanos o animales que no se ajuste a las definiciones uno y dos, la CFTC definirá, caso por caso, en qué categoría se encuentra, cuando se presenten consultas en el contexto de un mercado o producto específico.

La categoría cuatro alcanza a los índices que están formados total o parcialmente por *commodities agropecuarias* como activo subyacente. Este tipo de contratos no necesariamente involucra la entrega física de mercadería —por ejemplo, caen dentro de esta categoría los *swaps* sobre índices cuyos subyacente sean bases (*index underlying basis swaps*), los *swaps* calendarios o los *swaps* sobre rendimiento de cultivos (*crop yield swaps*). Esta categoría incluye tanto a aquellos índices que son 100% agropecuarios como a los que lo son en parte —esto es, todo índice que se encuentre formado por más del 50% de *commodities* agropecuarias sería considerado una *commodity* agropecuaria.

La idea inicial, al presentarse la Dodd-Frank, era controlar no sólo al sistema financiero en su conjunto, sino también a todos aquellos mercados que operaran bienes que, a su vez, fuesen subyacentes de un contrato de derivados. En tal sentido, la reforma no sólo profundizaba la competencia de la SEC y de la CFTC en cuanto a la **regulación de los derivados OTC** y la **armonización de la regulación de los futuros**, respecto de su propósito inicial de acotar la **participación de los fondos especulativos en los mercados**, sino que también la extendía a otros ámbitos.

La propuesta inicial de la CFTC obligaba a los operadores alcanzados por la norma (miembros de los mercados de futuros sobre *commodities* y facilitadores en la ejecución de *swaps*) a conservar, por el término de cinco años, un registro o archivo de todas las comunicaciones escritas y orales que se realizaran con el fin de ejecutar transacciones y que tuvieran un interés específico en la evolución del precio de una *commodity* (incluyendo los *swaps*), aun cuando fueran operaciones *cash* (operaciones de mercado de físico o disponible) sobre una *commodity*.

Esto requería registrar “todo tipo de comunicación oral o escrita generada o recibida concerniente a cotizaciones, solicitudes, ofertas de compra, ofertas de venta, instrucciones, negociaciones y precios que condujeran a la ejecución de una

transacción en una *commodity* de interés o en un mercado de físico sobre la *commodity*, ya sea que la comunicación fuese telefónica, correo de voz, fax, mensaje instantáneo, conversaciones vía chat, correo electrónico, dispositivos móviles u otro medio digital o electrónico disponible”. Los registros también debían ser suficientes para identificar cada transacción y la contraparte específica involucrada. Más aún, las conversaciones grabadas debían ser mantenidas en un “documento de formato original”.

Esta norma también imponía la obligación del registro en cabeza de todos los socios de un “mercado de contratos establecido”, como es el caso de los operadores de las divisiones *Chicago Board of Trade*, *Kansas City Board of Trade* o *Minneapolis Grain Exchange* del *Chicago Mercantile Exchange Group* (CME Group). Muchas compañías de granos, productores de alimentos balanceados, procesadores de granos y otras firmas comerciales que fueran operadores de estos mercados se encontrarían sujetos a tales requerimientos, aun cuando los contratos de físico (tanto disponibles como *forwards*) estaban —y están— exceptuados de acuerdo con la *Commodity Exchange Act* (Ley de Mercado de Materias Primas). El mantenimiento de registros, y todos los requerimientos relacionados, se extendían a las comunicaciones orales y escritas que las distintas firmas operadoras pudieran mantener con los productores agropecuarios.

Es decir que si un participante de la cadena de comercialización agropecuaria fuera miembro de un mercado institucionalizado, se vería obligado a cumplir con los requisitos mencionados anteriormente, aun cuando las operaciones que realizara fueran contratos de físico con entrega inmediata (*spot* o *cash*) o con entrega y pago diferidos (*forward*).

La propuesta generó una importante reacción contraria por parte de las asociaciones que nucleaban a los participantes de la cadena de comercialización agropecuaria en EE.UU. La aplicación de la norma hubiera requerido que los empleados, funcionarios y dueños de los elevadores de granos, las cooperativas, las industrias, etc., registraran los cientos (sino miles) de contactos que realizaran diariamente con los productores a quienes les estuvieran comprando granos para entregar, ya fuesen operaciones de entrega inmediata o con entrega y pago en una fecha diferida en el tiempo.

La reacción negativa se basaba en la sólida convicción de que la regulación del mercado de físico de *commodities* no se encontraba dentro del espíritu de la ley, aduciendo que la propuesta mencionada creaba una indeseable dualidad del sistema regulatorio, donde las compañías miembros de mercados institucionalizados se encontrarían sujetas a onerosos requerimientos de registro de sus comunicaciones con clientes y mantenimiento de dichos registros, mientras que las firmas que no lo fueran, se encontrarían exentas de dichos requisitos y sus consiguientes costos.

Si bien el sector comulgaba con los esfuerzos llevados a cabo por el ente de contralor en la protección del inversor contra prácticas abusivas y disputas, estaba convencido de que los costos asociados con la puesta en marcha y seguimiento de



esta práctica no redundarían en beneficios tangibles y requerirían sino la exención, al menos de una prórroga en los plazos suficientemente amplia para cumplir con la norma.

Luego de las exposiciones a favor y en contra de aplicar la ley Dodd - Frank a la comercialización agropecuaria (todos los sectores agropecuarios) estadounidense, los organismos reguladores decidieron eximir a los contratos *cash* y *cash forward* (contratos de físico) de la obligación de registro de sus operaciones.

Esta decisión se basó en la lógica del negocio, lo que involucra el concepto que en la jerga americana se conoce como “*end-user*”<sup>2</sup>, es decir, la existencia de un verdadero consumidor de un producto o servicio. ¿Por qué? Porque el propósito primario de este tipo de transacciones es la transferencia de la propiedad y es por eso que las partes fijan la liquidación física del activo.

Basta un simple ejemplo para dar cuenta de las implicancias del requerimiento de registro de las comunicaciones con clientes.

Considérese que un contrato en la División CBOT de CME Group tiene un tamaño aproximado a 136 toneladas (con el objeto de simplificar se toma la conversión de 5.000 *bushels* de maíz y soja, pese a que la conversión en maíz es distinta) y que la producción estadounidense 2014/2015 proyectada para los tres productos soja, trigo y maíz está estimada en 508 millones de toneladas.

Suponiendo que se requiriera sólo el registro de la operación final de compraventa en el mercado de físico (*cash market*) y que toda la producción de estos tres granos cambiara de manos al menos una vez, los operadores obligados por la norma deberían, como mínimo, registrar 4 millones de operaciones (508 millones toneladas dividido por 136 toneladas).

Si bien esta cifra no es importante al momento de compararla con otro tipo de mercados como el accionario, el mercado de

*swaps* o el de futuros propiamente dicho (en el mercado de futuros CME se negocia 59 veces la producción de trigo estadounidense -52,9 millones de toneladas por 59-, 71 veces la producción de soja -98,9 millones de toneladas por 71-, y 23 veces la producción de maíz -354 millones de toneladas por 23-), la diferencia radica en que estos 4 millones de registros serían sobre productos distintos.

Es decir, los millones de operaciones que pasan por el CME son para negociar el precio de contratos sobre tres tipos de productos estandarizados: 1) 5.000 *bushels* de maíz amarillo grado N° 2 con entrega en los depósitos autorizados en puntos de entrega ya definidos por el mercado; 2) 5.000 *bushels* de soja amarilla N° 2 con entrega en los puntos de entrega definidos por el mercado; 3) 5.000 *bushels* de trigo blando rojo de invierno N° 2 con entrega en los puntos de entrega definidos por el mercado.

En el caso de la registración de los contratos de físico, se estaría ante 4 millones de operaciones sobre productos distintos; no hay estandarización posible, ya que todas las condiciones de venta -el precio, la calidad, la fecha y lugar de entrega, por citar sólo algunos de los términos contractuales más importantes- se pactan entre dos partes interesadas en entregar y recibir grano. Es decir, y por poner sólo un par de ejemplos, se pacta la entrega de tres camiones (equivalente a 3.300 *bushels*) de trigo blando rojo de invierno grado N° 2, contenido de proteína 10%, nivel de gluten x, para entregar en las próximas 24 horas en el molino en McPherson, Kansas City, y cuyo pago se hará a los 90 días de la recepción de la mercadería. O se pacta la compraventa de siete camiones (7.700 *bushels*) de trigo calidad duro rojo de invierno grado N° 1, proteína 13,5%, para entregar en septiembre en un elevador portuario de Corpus Christi, Texas, con pago a las 72 horas de entregada la mercadería.

Es decir, a diferencia de otro tipo de productos negociados en mercados OTC, el hecho de que haya un intercambio



físico, debido a que dicha mercadería tiene un consumidor (end-user) real, redundando en un mercado del tipo *custom-made* complejo, más allá de que existan condiciones mínimas de calidad.

Volviendo al tema por el cual se desarrolló el ejemplo, queda para el lector imaginar todos los posibles contactos que un productor y su agente comercial tienen y que no implican o culminan en una operación de compraventa en sí, sino que se trata de intercambios de información, opiniones, datos, etc., que tienen como finalidad una venta futura: envíos de precios, consultas sobre evolución del mercado, asesoramiento telefónico, y demás cuestiones que hacen a los usos y costumbres del negocio de granos. Téngase en cuenta, además, que las ventas, por lo general, difieren del tamaño que se toman para los ejemplos. Habitualmente, los productores chicos venden cantidades aún inferiores a un camión (30 toneladas). Ventas por dicha cifra -30 toneladas- cuadruplicarían la cantidad de registros bajo las condiciones supuestas en el ejemplo estadounidense (1 camión equivale a 1.100 bushels), además de extrapolar la cantidad de registros que hubieran debido hacerse de prosperar la reglamentación propuesta inicialmente.

### ¿QUÉ INSTRUMENTOS FINALMENTE FUERON ALCANZADOS POR LA DODD-FRANK Y CUÁLES QUEDARON AFUERA?

Como resultado de todas estas consideraciones, finalmente, los instrumentos alcanzados por la regulación Dodd-Frank son todos aquellos definidos como “*swaps*” (o contratos de permuta o intercambio). Esto refiere a instrumentos utilizados para transferir riesgos financieros, incluyendo cualquier tipo de acuerdo, contrato o transacción que:

(1) Se trate de una opción *put*, *call*, *cap*, *floor*, *collar* o similar para la compra o venta (o basada en el valor de) tasas de interés, moneda, *commodities*, *securities*, instrumentos de crédito, índices, medidas cuantitativas u otro interés financiero o económico o activo de cualquier tipo;

(2) Provenza de una compra, venta, pago o entrega que sea dependiente de algún otro acontecimiento, no evento o contingencia asociada con una consecuencia financiera, comercial o económica;

(3) Provenza del intercambio de flujos de fondos basados en un valor o nivel de tasas de interés, moneda, *commodity*, *security*, instrumento de crédito, índice, medida cuantitativa u otro interés financiero o económico o activo de cualquier tipo y que transfiera los riesgos financieros asociados con un futuro cambio de cualquiera de tales valores o niveles sin también transmitir la propiedad, real o de forma directa, de un activo (esto es lo que se conoce como permuta financiera o *swap*);

(4) Es o se convertirá en el futuro en la base de un contrato de intercambio; y,

(5) Es una combinación o permutación de (u opción sobre) cualquier acuerdo, contrato o transacción descrita anteriormente (este punto abarcaría las titulizaciones, futuros, *forwards*, opciones, etc.).

Adicionalmente, bajo la potestad otorgada por la ley Dodd-Frank a la CFTC, este organismo expresamente incluye dentro de la definición de *swap* a cierto tipo de transacciones en moneda extranjera, así como transacciones que se encuentran estructuradas voluntariamente para evadir los requerimientos de la ley o el organismo de contralor.

No obstante ello, la ley excluye de la definición de *swap* a los contratos de futuros, opciones sobre contratos de futuro y contratos *forwards* no financieros en los que se tenga intención de liquidar de manera física.

En la norma final, la CFTC excluyó expresamente cierta categoría de productos financieros y contratos que podrían ser de otra manera considerados *swaps*. Estos son: los seguros tradicionales, los contratos *forwards* que en realidad no resultan en entrega física, *forwards* sobre *commodities* con una opción embebida y ciertos activos externos o en moneda extranjera.

Con respecto a los contratos *forwards*, la norma expresamente excluye de la definición de *swaps* a “cualquier venta de *commodities* de tipo no financiero o *securities* para embarque o entrega diferidos, siempre y cuando **sea espíritu del contrato la liquidación por entrega física**”. En la norma, la CFTC define los alcances de la exclusión para *forwards* no financieros, especialmente cuando se aplica a transacciones “*book-out*” (transacción para cancelar una posición sobre un derivado OTC) y transacciones con entrega física.

Respecto de las transacciones con entrega física, específicamente la CFTC concluye que las transacciones por entrega física diferida en el tiempo son contratos *forwards* excluidos de la definición de *swap*. A este respecto, la CFTC consideró que **el propósito primario de este tipo de transacciones es la transferencia de propiedad de una *commodity* no financiera y es por eso que las partes fijan la liquidación física del activo.**

## ¿POR QUÉ CASH FORWARDS NO Y SWAPS SÍ, AUN CUANDO AMBOS SON CONTRATOS A TÉRMINO OTC?

La diferencia en la inclusión de los *swaps* dentro de los instrumentos alcanzados por la normativa radica en el espíritu mismo del instrumento.

Los contratos derivados, tal como se los conoce hoy en día, eran considerados históricamente instrumentos comerciales, más que instrumentos financieros. Quizás los primeros usos comerciales de los derivados se pueden rastrear en la época babilónica en el período 1900 – 1600 AC. Muchas de las actividades, incluyendo la banca, estaban organizadas alrededor de los santuarios. El Templo de Šamaš (dios del sol y caballero de justicia y rectitud) fue quizás la institución bancaria predominante. Allí se depositaban las mercaderías ofrendadas a los dioses, pero cuando se excedió la capacidad de almacenaje, el templo comenzó a ofrecer servicios de intermediación para la compra y venta de las mercaderías. Como con esta actividad no era suficiente para lograr mayor espacio de almacenaje, el Templo comenzó a realizar préstamos de mercaderías a los productores. Los productores acordaban devolver el grano más un interés que se cobraba en mercadería, que habitualmente rondaba el 20%. Estos préstamos ancestrales son económicamente equivalentes a una compra de granos más una venta *forward* a un precio superior (que incluye el interés).

En el siglo VI, el Shariah, un documento que se refiere a la tradición legal islámica, condenaba la usura. No estaba permitido prestar dinero con el propósito de generar un ingreso (interés). También se prohibían las transacciones que involucraran riesgo en el sentido que el economista estadounidense Frank Knight lo denota y, por lo tanto, ninguna transacción que involucrara un intercambio futuro era permitida, como por ejemplo *forwards* u otro tipo de instrumentos derivados.

Sin embargo, había dos excepciones a los principios enunciados. En primer lugar, cualquier extensión de crédito era permitida si el prestamista arriesgaba su capital asociándose al proyecto, compartiendo ganancias y pérdidas. En segundo lugar, se admitían compraventas de mercaderías para entrega futura siempre y cuando el pago se realizara por adelantado (en el momento de iniciar el acuerdo).

En consecuencia, los contratos *forward* con pago anticipado permitían legítimamente la financiación del comercio y de proyectos en las culturas musulmanas, a pesar de la clara prohibición de la usura. Así, cuando un granjero islámico necesitaba dinero, pactaba un contrato *forward* con pago anticipado mediante el cual vendía su cosecha de granos recibiendo un pago inmediato del comprador. El granjero quedaba obligado a entregar el grano en el futuro, cuando llegaba la época de la cosecha.

En los casos anteriores se presentan los orígenes de las transacciones *forward* en las que se involucran mercancías.

A continuación, se hará referencia a un período en el que, quizás por primera vez, los acuerdos *forward* con pago anticipado evolucionaron, pasando a ser transacciones más estandarizadas.

La iglesia cristiana en la época medieval, al igual que el Islam, condenaba la usura pero permitía las transacciones que involucraran incertidumbre o riesgo. Los bancos locales no podían prestar dinero a los compradores extranjeros que compraran productos localmente. Sin embargo, los bancos podían realizar préstamos bajo el régimen del Cambium, el cual consistía en darles dinero a los compradores en una localidad, bajo la promesa de devolución del monto prestado en otra localidad y en otra moneda. El riesgo de crédito y el de tipo de cambio eran razones suficientes para que la iglesia no considerara la transacción como usura. De esta manera, los bancos florentinos podían prestar dinero a los compradores extranjeros, los cuales les reintegrarían el monto en su lugar de origen con sus monedas locales.

A medida que se fue generalizando el uso del Cambium se fue haciendo necesario el uso de un documento estandarizado que permitiera agilizar las transacciones. Como resultado de esta necesidad surgió el instrumento conocido como “Letra de Cambio” (*Bills of Exchange*).

La letra de cambio era comprada por quien necesitaba dinero en una localidad en moneda local para luego retribuir al emisor de la letra en otro lugar y en otra moneda. El plazo acordado dependía generalmente del viaje a realizar; por ejemplo, si el intercambio se realizaba en Venecia y Londres, el plazo de la letra sería de tres meses.

En términos prácticos, la letra de cambio no era más que un *forward* pagado anticipadamente. Por ejemplo, supongamos que el Banco Medici con sede en Venecia le otorgaba a un comerciante londinense 500 ducados. El comerciante se comprometía a pagar, por medio de una letra de cambio, 100 libras esterlinas en Londres. En consecuencia, el Banco Medici estaba comprando libras esterlinas a razón de 5 ducados por libra esterlina, las cuales le serían entregadas en el futuro. La transacción es equivalente a un contrato *forward* con pago anticipado, donde el comprador era el Banco Medici, y el vendedor el comerciante que recibía los ducados (por anticipado) en Venecia y que entregaría las libras esterlinas en Londres.

El Banco Medici obtendría ganancias si el tipo de cambio a la fecha de vencimiento era mayor a 5 ducados por libra esterlina; como, por ejemplo, 6 ducados por libra esterlina. Por el contrario, sufriría pérdidas si a la fecha de vencimiento el tipo de cambio fuese menor a 5 ducados por cada libra esterlina.

A medida que se fue generalizando el uso de las letras de cambio, paralelamente se fue formando un mercado de letras de cambio, donde el Banco Medici con sede en Venecia

se fue convirtiendo en el intermediario más grande. Este banco compraba y vendía letras de cambio en varias ciudades, y sus sucursales se fueron expandiendo a diferentes lugares del continente europeo. El mercado de letras de cambio llegó a ser tan importante que comenzó a dirigir el curso de la política monetaria de los países, además de convertirse en la principal fuente de información del mercado cambiario de monedas extranjeras.

Hacia finales del siglo XVI, con las letras de cambio se logró un avance significativo en la estandarización de los derivados. Sin embargo, no fue hasta 1865 cuando en la ciudad de Chicago surgió un mercado estandarizado de futuros como una alternativa a los contratos *forward*.

Los mercados de futuros y opciones surgieron inicialmente vinculados a la operatoria de productos agropecuarios (arroz, trigo, huevos, manteca, etc.); pero, con el paso del tiempo, se expandieron a instrumentos financieros (divisas, tasas de interés, acciones, índices bursátiles, etc.). En la actualidad, los volúmenes más importantes se verifican en los contratos financieros.

Los contratos *swaps* son, en cierta medida, una evolución del mercado de contratos a plazo. Si se tuviera que resumir lo escrito hasta el momento, se podría decir que el *forward*, un contrato de compraventa de mercadería con pago y entrega diferidos en el tiempo realizado a conveniencia de las partes y con un riesgo crediticio asociado, evoluciona mediante la creación de contratos de futuros en mercados institucionalizados. Éstos reducen el riesgo crediticio a su mínima expresión, pero a cambio de una estandarización de las condiciones de negociación. El *swap* se ajusta a aquellos participantes del mercado que necesitan operar a futuro pero por grandes sumas de dinero, cantidades que, si fueran volcadas al mercado de futuros formal, podrían generar un riesgo mucho mayor, el de liquidez de los activos.

Por tal motivo, los futuros vuelven a mutar hacia un contrato en donde dos partes intercambian flujos de fondos en fechas establecidas y durante un período de tiempo en el futuro. Asimismo, este tipo de permutas financieras devuelven la característica de *custom-made* (hechos a medida) a los contratos a término y se realizan por plazos mucho más largos que los futuros estandarizados.

### EJEMPLO DE SWAP AGRÍCOLA

Entonces, en un *swap* sobre una *commodity*, por ejemplo, las contrapartes realizan pagos sobre la base del precio de esa *commodity* y por una cantidad especificada. Una de las partes paga un precio fijo acordado por los bienes durante la vida del contrato, mientras que la otra realiza pagos por el valor de mercado. En general, la *commodity* no cambia de manos y las partes de este tipo de acuerdos realizan pagos por el neto resultante.

Por ejemplo, un *pool* de siembra produce 200.000 toneladas de sorgo anualmente. Las fluctuaciones en las cotizaciones

del mercado físico (spot) constituyen para su actividad un riesgo constante, particularmente cuando las exportaciones del cereal estadounidense se ven reducidas por la falta de compras por parte de Japón y Méjico. Si bien existen mercados de futuro sobre esta *commodity*, el hipotético productor no siente seguridad al utilizarlos debido a la escasa liquidez que presentan. Por lo tanto, decide realizar un acuerdo *swap* en el cual se le asegure un precio fijo por su sorgo. Supongamos que encuentra una contraparte y acuerda recibir un precio fijo por tonelada por los próximos 5 años, comprometiéndose a pagar el valor de mercado del sorgo cada año. La figura a continuación resume lo dicho.

FIGURA 1. UN COMMODITY SWAP SOBRE SORGO



Cada año el productor pagará a su contraparte el precio de mercado del sorgo sobre la base de una cantidad nominal de 200.000 toneladas, mientras que su contraparte pagará a éste el precio fijo acordado en el contrato *swap*. Con este tipo de acuerdos el productor sabe de antemano cuál es el precio de su producción por los próximos 5 años.

Este acuerdo *swap* tiene una estructura muy similar a la cobertura clásica con contratos de futuros. En una cobertura vendedora clásica el productor anticipa en el mercado de futuros la futura venta a realizar en el momento de cosecha con el objeto de fijar un precio de venta de su producción.

La forma de un *commodity swap* es muy similar a la de un *swap* de tasa de interés. Ninguno de éstos emplea el intercambio de los bienes subyacentes (denominados no-cionales). En un *commodity swap*, una de las partes recibe un valor fijo y paga un precio flotante, mientras que la otra paga un valor fijo y recibe precio flotante, lo mismo que en un *swap* de tasa de interés. Aún más, se realiza un solo pago por el valor neto. La única diferencia que existe entre estos *swaps* es el subyacente, mientras que en el *swap* de tasa de interés el subyacente es dinero, en el de *commodities* es un bien específico.

Entonces, al utilizar contratos *swaps* se pierde la noción de *end-user*, es decir, la existencia de un verdadero consumidor del producto o servicio, ya que la *commodity* se transforma en un activo que se utiliza como referencia para realizar intercambio de pagos parciales, de allí que la Dodd – Frank alcance a este tipo de instrumentos derivados<sup>3</sup>.

## LÍNEAS FINALES

Desde hace ya varios años se ha visto un vuelco de fondos desde el sector financiero tradicional hacia lo que se conocía como el sector de las materias primas o commodities. Esto puede atribuirse a varios motivos, entre los que pueden destacarse la reforma de las normas que regulaban el mercado futuros sobre *commodities* en EEUU (Commodity Futures Modernization Act 2000) y el hecho de que las commodities, cuyo precio por lo general se comportaba de manera inversa al movimiento de los activos financieros, eran utilizadas para compensar riesgos en carteras de inversión. Cuando las acciones bajan, las materias primas suben y viceversa.

Es así como el precio de este tipo de activos comienza a fluctuar no sólo por los factores fundamentales propios de dicho mercado, sino también por variables financieras como la tasa de interés, el tipo de cambio, los movimientos en el precio de alguna commodity sustitutiva, etc. Se produce lo que se conoce como un efecto globalizador sobre dicha plaza; o, en términos menos elocuentes, una financiarización de los mercados de commodities.

En un contexto de recesión económica, los inversores incrementan su aversión al riesgo y por ello cambian su patrón de inversiones pasando de los activos de renta variable hacia otros más seguros y líquidos. Este fenómeno se conoce bajo el término de “flight to quality” (“vuelo a la calidad”). El ejemplo extremo se dio durante la crisis crediticia de 2008, cuando los inversores se volcaron fuertemente no sólo hacia aquellos activos con riesgo de incumplimiento prácticamente nulo (el caso de las Letras del Tesoro estadounidense), sino también hacia ciertas commodities, impactando enérgicamente en el precio de sus contratos derivados y en su mercado de base o de físico propiamente dicho, incrementando la volatilidad de los mismos.

La crisis de 2008 dio paso a que los organismos reguladores, entre ellos la CFTC, comenzaran a reevaluar algunas de las iniciativas desregulatorias de la época pre-crisis, hecho que originó una serie de medidas que derivaron en la más importante de las iniciativas regulatorias de los últimos tiempos, la ley de reforma financiera y de protección al consumidor, conocida como Dodd – Frank Act, compuesta por dieciséis secciones que construyen un nuevo marco regulatorio para el sistema financiero estadounidense.

Siguiendo los compromisos asumidos por el G-20 es que se encara una fuerte regulación de los mercados OTC, se intensifican los controles sobre los mercados institucionalizados y se impulsan regulaciones sobre los mercados de físico de todo tipo de *commodities* subyacentes de un contrato derivado.

Si bien las posturas a favor y en contra de la regulación alcanzaron a todos los sectores y fueron expuestas en audiencias públicas y aún continúan llevándose a cabo luego de cuatro años de sancionada y promulgada la ley, el caso particular de la regulación de los mercados de físico concluyó en un acuerdo en julio de 2012, fecha en que la CFTC emitió una excepción a la obligación de compensa-

ción y requerimientos de registro de las operaciones en las que las partes fueran “end users” no financieros.

Si bien esta decisión fue criticada por algunos organismos internacionales, la excepción de la norma a usuarios finales no financieros también se dio en las regulaciones europeas (las EMIR, por las siglas en inglés de European Market Infrastructure Regulation).

### EL G-20, IOSCO Y SUS RECOMENDACIONES PARA EL MERCADO DE DERIVADOS SOBRE COMMODITIES<sup>4</sup>

El grupo de los G-20<sup>5</sup> reunido en Seúl, Corea, en noviembre de 2010 solicitó a la Task Force<sup>6</sup> on Commodity Futures Market (o Task Force) de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) elaborar un informe relativo a los principios para la regulación y supervisión de los mercados de derivados sobre “commodities”.

Los principios toman como punto de partida las guías de 1997 del “Comunicado de Tokio”, a las que han añadido aspectos de las tendencias actuales de los mercados de derivados sobre “commodities”, como: 1) tamaño, velocidad y naturaleza transnacional de la negociación de los mercados; 2) las nuevas formas de abuso de mercado, 3) la consideración de las “commodities” como una clase de activo financiero, 4) su impacto en las nuevas clases de inversores que acceden a estos productos y en la negociación de los “commodities” físicos, y 5) la evolución de la regulación de los derivados OTC y de los participantes en los mercados.

Los principios constituyen, en sí mismos, estándares de alto nivel, desarrollados en informaciones detalladas y explicativas de los antecedentes para facilitar su aplicación por parte de los reguladores en sus respectivas jurisdicciones.

#### PRINCIPIOS SOBRE DISEÑO DE CONTRATOS

Las autoridades del mercado establecerán un marco para el diseño y revisión de los criterios o procedimientos de los contratos. Los contratos deberán tener en cuenta en su diseño las necesidades de gestión del riesgo de los potenciales usuarios de los contratos, promover la libre formación de precios del subyacente, reflejar —en lo posible— la operativa del mercado del subyacente físico, evitar los impedimentos para su liquidación y poner a disposición de los participantes en los mercados los términos de los procesos de liquidación.

Las informaciones relevantes relativas a los términos de los contratos, sus precios o liquidaciones deberán facilitarse a las autoridades y a los participantes en los mercados.

#### PRINCIPIOS SOBRE SUPERVISIÓN

Las autoridades dispondrán un marco claro y consistente para la supervisión de las actividades y de las posiciones y transacciones de los “traders”, incluyendo también los mercados de sub-

yacentes físicos. Para realizar esta supervisión deberán contar con suficientes recursos y acceso a los datos de los mercados de subyacentes físicos. Las autoridades deberán proveerse de métodos para el monitoreo y la captación y análisis de información teniendo en cuenta que las órdenes y transacciones electrónicas requieren capacidad de supervisión en tiempo real.

Las autoridades tendrán acceso a la información sobre transacciones y posiciones de los participantes en derivados OTC sobre “commodities” y en los mercados de subyacentes físicos; en particular, la información deberá ser suficiente para permitir la reconstrucción de transacciones (*audit trail*) y la identificación de posiciones largas.

## PRINCIPIOS SOBRE DESÓRDENES EN LOS MERCADOS

Las autoridades del mercado deberán contar con facultades de intervención para prevenir o acometer los desórdenes y asegurar la eficiencia de los mercados; dicha intervención incluye facultades sobre la gestión de posiciones que realice un “trader” (por ejemplo, límites ex ante en las posiciones) y otras facultades como imposición de límites a los movimientos de precios o la cancelación de transacciones; también tendrán facultades para identificar y limitar nuevas prácticas perjudiciales para los mercados.

## PRINCIPIOS SOBRE “ENFORCEMENT” E INFORMACIÓN A DIFUNDIR

Las autoridades del mercado tendrán facultades para prohibir, detectar y prevenir prácticas abusivas y la manipulación o tentativa de manipulación de mercado, en un marco legal general que permita una labor coordinada entre todos los mercados. Las autoridades tendrán legitimación para investigar y presentar demandas judiciales sin perjuicio de las sanciones que ellas mismas puedan imponer; estas medidas también se podrán adoptar sobre no miembros de los mercados.

Las autoridades del mercado deberán colaborar con las autoridades nacionales y extranjeras y compartir información para la supervisión del mercado, pudiendo firmar acuerdos a este fin.

## PRINCIPIOS PARA AUMENTAR LA TRANSPARENCIA EN EL PROCESO DE FORMACIÓN DE PRECIOS

Las autoridades del mercado deberán publicar las declaraciones agregadas de las diferentes clases de *traders* y promover la remisión de información de derivados OTC a los centros de almacenamiento de datos (*trade repositories*).

### CONSULTAS REALIZADAS

- Financial Stability Act of 2010 (habitualmente conocida como Ley Dodd – Frank) OFSE Working Paper 45: Re-regulation of commodities derivative markets – Critical assessment of current reform proposal in EU and the US – October 2013.
- Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets – Final Report – TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – September 2011.
- Survey on Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets – Final Report – THE BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES

### COMMISSIONS – October 2012.

- Commodity Futures Trading Commission ([www.cftc.gov](http://www.cftc.gov))
- Security and Exchange Commission ([www.sec.gov](http://www.sec.gov))
- Federal Register ([www.archives.gov](http://www.archives.gov))
- Comisión Nacional de Mercados de Valores de España <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- Material cursos de la Bolsa de Comercio de Rosario ([www.bcr.com.ar](http://www.bcr.com.ar))
- Chicago Mercantile Exchange ([www.cme.com](http://www.cme.com))
- National Grain and Feed Associations ([www.ngfa.org](http://www.ngfa.org))
- American Farm Bureau ([www.fb.org](http://www.fb.org))
- Chance, Don M. Analysis of Derivatives for the CFA® Program. Association for Investment Management and Research,
- Culp, Christopher L. Risk Transfer. Derivatives in Theory and Practice. John Wiley & Sons, Inc. 2004.
- Das Satyajit, Swap & Derivatives, Revised Edition, McGraw Hill.
- Decovny Sherree, Swaps. Limusa Noriega Editores.
- Díez Castro Luis – Mascareñas Juan, Ingeniería financiera (Segunda edición)
- Hull John, Introducción a los mercados de futuros y opciones (Cuarta edición), Prentice Hall.
- Kolb Robert – Overdahl James, Financial Derivatives (Third edition), Wiley Finance
- Kolb Robert – Futures, Options & Swaps (Third edition), Blackwell Business
- Smithson, C. W. Managing Financial Risk 3rd Edition. MacGraw Hill (1998).

### NOTAS:

- 1 Por sólo dar un ejemplo, en los mercados institucionalizados el volumen negociado en commodities agropecuarias no supera los 1.200 millones de contratos, contra un total negociado de 22.000 millones de contratos por todo concepto a nivel mundial durante 2013.
- 2 El término “end-user” (usuario final) es utilizado para distinguir a la persona que realmente utiliza o consume el producto o servicio de quienes están involucrados en el desarrollo del mismo, su producción y distribución. Adicionalmente, la SEC utiliza este término para referirse a consumidores de inversión.
- 3 Entiéndase que este artículo no ha descrito en detalle todas las excepciones existentes y que solo se enfoca en el mercado de granos. Mayor información sobre Dodd – Frank y todos los debates públicos generados puede encontrarse en The Federal Register <http://www.archives.gov/>
- 4 Resumen realizado a partir del Boletín Internacional de la Comisión Nacional de Mercados de Valores de España.
- 5 El Grupo de los 20 (comúnmente conocido como G-20) es un foro de 19 países, más la Unión Europea, donde se reúnen regularmente, desde 1999, jefes de Estado (o Gobierno), presidentes de bancos centrales y ministros de finanzas. Está constituido por siete de los países más industrializados —Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido— (G-7), más Rusia (G-8), más once países recientemente industrializados de todas las regiones del mundo, y la Unión Europea como bloque económico. Es un foro de cooperación y consultas entre los países en temas relacionados con el sistema financiero internacional. Estudia, revisa y promueve discusiones sobre temas relacionados con los países industrializados y las economías emergentes, con el objetivo de mantener la estabilidad financiera internacional, y de encargarse de temas que estén más allá del ámbito de acción de otras organizaciones de menor jerarquía. Desde 2009, el G20 ha desplazado al G-8 y al G8+5 como foro de discusión de la economía mundial
- 6 The IOSCO Task Force on Commodity Futures Markets se encuentra co-dirigida por la Commodity Futures Trading Commission (EE.UU.) y la Financial Services Authority (Reino Unido) y los siguientes miembros de la IOSCO participan en su Task Force: Australian Securities and Investments Commission (Australia), Comissão de Valores Mobiliários (Brasil); Alberta Securities Commission (Canadá, Alberta); Ontario Securities Commission (Canadá, Ontario); Autorité des Marchés Financiers (Canadá, Quebec); China Securities Regulatory Commission (China); Dubai Financial Services Authority (Dubai); Autorité des Marchés Financiers (Francia), Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Alemania), Securities and Futures Commission (Hong Kong), Forward Markets Commission (India); Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Italia), Financial Services Agency (Japón); Ministry of Agriculture Forestry and Fisheries (Japón); Ministry of Economy, Trade and Industry (Japón); Finanstilsynet (Noruega), Monetary Authority of Singapore (Singapur); Capital Market Authority (Arabia Saudita); and Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA (Suiza).