

LOS ACUERDOS MARCO DE COMPENSACIÓN EN LAS TRANSACCIONES CON DERIVADOS FINANCIEROS

María del Carmen URQUIZA*

SUMARIO: I. *Los acuerdos marco de compensación. Introducción.*
II. *¿Qué son los acuerdos marco?* III. *El netting y los acuerdos marco.*
IV. *Elementos de los acuerdos marco.* V. *Los acuerdos marco y las legisla-
ciones locales.* VI. *Conclusiones.*

I. LOS ACUERDOS MARCO DE COMPENSACIÓN. INTRODUCCIÓN

La presente exposición tiene como propósito efectuar un análisis de los aspectos principales de ciertos contratos de naturaleza financiera, denominados contratos o acuerdos marco de compensación.

En los últimos años, especialmente en la última década, se ha observado el incremento de las transacciones bancarias, de los pagos internacionales (*crossborder*), de los países y del desarrollo de instrumentos utilizados para la cobertura de riesgos asociados a actividades comerciales e industriales o como mecanismos de financiamiento.¹

* Gerente principal de Estudios y Dictámenes Jurídicos del Banco Central de la República Argentina. Las opiniones expuestas en el presente trabajo son las personales de la autora y no de la institución a la que pertenece.

¹ Año tras año, las transacciones privadas de derivados han venido creciendo ininterrumpidamente. En las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements —BIS—) puede apreciarse que el valor de referencia (Notional Amount) de los derivados llamados OTC arribaron en junio de 2004 a la suma de \$220 millones de millones. Las últimas estadísticas sobre derivados en el mundo pueden encontrarse en la ISDA Margin Survey 2005 en www.isda.org. También en el sitio de la British Bankers' Association (BBA) www.bba.org.uk, Credit Derivatives Reports. En relación con Argentina, véase, Tappatá, Mariano *et al.*, *El uso de instrumentos derivados en empresas no financieras: el caso de Argentina*, Universidad Torcuato di Tella, 2000.

Esos contratos, cuyo valor depende del valor de uno o más activos subyacentes de referencia, tasas o índices son conocidos genéricamente como derivados e incluyen a los contratos de *Forward* y a las opciones o sus combinaciones. Muchos de estos contratos se comercializan fuera de los mercados regulados, directamente a través de los *dealers* (*Over the Counter*). Los derivados *Over the Counter* (OTC) son transacciones negociadas privadamente, celebradas por teléfono o sistemas de computación *on-line* ofrecidas por los *dealers* a los usuarios finales o a otros *dealers*. La relación entre las contrapartes es exclusivamente a cuenta y riesgo de cada una de ellas (*principal to principal*). Los *dealers* son mayormente grandes instituciones financieras (generalmente bancos, firmas operadoras en *securities*, compañías de seguros). Los usuarios finales incluyen a los bancos, compañías de seguros, fondos de pensión, otras instituciones financieras, corporaciones no financieras, gobiernos, organismos supranacionales (por ejemplo, el Banco Mundial) y algunas personas físicas.

Las contrapartes negocian bilateralmente los términos económicos y financieros de las transacciones. Si bien la documentación tiende a ser estandarizada, las partes, por ejemplo, pueden elegir expandir los casos de incumplimiento estándares, o cuáles términos de la exposición de crédito será garantizada (*collateralised*). Posteriormente, las operaciones son confirmadas y liquidadas entre las partes. Generalmente la terminación anticipada (ante eventos de terminación) y la cesión a un tercero previo al vencimiento requiere el consentimiento de ambas partes.

II. ¿QUÉ SON LOS ACUERDOS MARCO?

Inicialmente, se advirtió que la falta de conceptos jurídicos uniformes—consecuencia en gran medida de la versatilidad y complejidad de las operaciones— era la que traía aparejada riesgos legales e inseguridad jurídica. Por ello, comenzaron a formularse los primeros contratos estandarizados o contratos marco.²

² Véase Molinario, Ignacio, *La utilización de los instrumentos ISDA en nuestro país*, s. p. i. Asimismo, cabe considerar las propuestas del Comité sobre Regulaciones Bancarias y Prácticas de Supervisión de Basilea, más conocido como Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, creado en 1974 por los bancos centrales de los países que componen el Grupo de los Diez, y Suiza. Dicho grupo, compuesto luego por once países, estaba integrado por Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Holanda, Inglaterra, Italia, Japón, Luxemburgo y Suecia. Este Comité propuso en 1988 las pautas en materia de requerimientos

El civilista argentino Emilio Alterini define al acuerdo marco como

el contrato tendente a la conclusión, eventual y rápida, según las modalidades previstas de antemano, de contratos de aplicación y ejecución... El contrato marco tiene como finalidad la *affectio modulus* que consiste en la voluntad de celebrar sucesivos contratos de aplicación bajo un régimen... por lo cual hay un doble consentimiento: el prestado al celebrar el contrato marco el prestado al celebrar cada contrato de aplicación.³

En síntesis, tales contratos estandarizados constituyen un modelo con reglas y definiciones comunes, aplicables a operaciones de derivados con diferentes objetivos. Consecuentemente, puede manifestarse que los derivados han nacido (o al menos han obtenido reconocimiento) a partir de la necesidad de minimizar los riesgos del mercado, en tanto que los acuerdos marco nacen como respuesta a la necesidad de minimizar los riesgos de incumplimiento frente a la proliferación de las operaciones de derivados.

Existen numerosos contratos marco que regulan operaciones en derivados y pases, elaborados por distintas asociaciones. Algunos son aludidos como *single product master agreements*, en tanto sólo comprenden distintos contratos sobre una misma variable o activo referencial (por ejemplo, sobre tasas de cambio), o incluso un sólo tipo de contrato sobre una sola variable o activo referencial (por ejemplo, opciones sobre operaciones de cambio de moneda). En tanto que otros son conocidos como *multi-product master agreements* porque engloban una diversidad de contratos aplicados a todo tipo de variables (por ejemplo, la versión elaborada por la *International Swap and Derivatives Association*, conocida como *ISDA Master*

de capitales mínimos en función del riesgo que fueron posteriormente adoptadas por los bancos centrales del Grupo de los Diez (*Basle Capital Accord*). El Comité apoyó la posibilidad de que las entidades financieras pudieran computar solamente el saldo neto de sus operaciones de cambio de moneda a los fines de la determinación de los requisitos mínimos de capital, siempre y cuando la técnica legal empleada para arribar a la compensación fuera precedida por la novación (*netting by novatio*). Posteriormente se admitieron otras modalidades de *netting* a los fines de acogerse a las mencionadas pautas de capital. El 18 de diciembre de 1989 los criterios propuestos por el Comité de Basilea fueron incorporados a una directiva europea en materia de solvencia. Por su parte, los organismos de supervisión bancaria de los Estados Unidos —la Reserva Federal (FED) y el Office of the Comptroller of de Currency (OCC)— promueven activamente el uso de contratos que permitan la compensación de las obligaciones recíprocas.

³ Alterini, Atilio A., *Contratos (civiles, comerciales, de consumo), teoría general*, Buenos Aires, Abeledo-Perrot, 1998, p. 340.

Agreement, versión 1992).⁴ Así, entre los diversos acuerdos marco disponibles, pueden citarse los siguientes:

1. Los utilizados en operaciones de cambio de moneda:

- *International Foreign Exchange Master Agreement* (IFEMA), elaborado por el Foreign Exchange Committee y la British Bankers Association.
- *International Currency Options Market (ICOM) Master Agreement*, para opciones sobre operaciones de cambio.

2. Los utilizados en operaciones en derivados (comprende, entre otras, a las operaciones de cambio):

- ISDA Master Agreement, elaborado por la International Swap Derivatives Association.

3. Los utilizados en operaciones de pase de títulos:

- Public Securities Association (PSA) Master Repurchase Agreement.

A nivel regional y de países también se han establecido acuerdos marco. Entre ellos se encuentran el *European Master Agreement* promovido por la Federación Bancaria Europea, el *Deutscher Rn m\vertrag für Finanztermingeschafte*, el *British Banker's Association Interest Rate Swap (BBAIRS)* como también las propuestas desarrolladas por Austria, Suiza, Holanda, España, entre otras.

En la Argentina ha tenido gran difusión el contrato marco desarrollado por la Asociación de Derivados de Argentina (ADA), que puede considerarse el equivalente a la versión adaptada a términos locales del ISDA.⁵ Este contrato ADA es utilizado en el país por la mayoría de las entidades bancarias y cuenta con el apoyo de la Asociación de Bancos de Argentina, de la *Emerging Markets Traders Association* (EMTA) y *Cravath, Swaine & Moore*, consejeros legales de la ISDA

⁴ La ISDA es una organización que concentra a más de 600 de los mayores bancos de inversión, empresas, entes gubernamentales y otras organizaciones de todo el mundo. Los miembros de la ISDA representan instituciones que actúan como corredores o usuarios finales de transacciones de derivados negociadas en privado en más de 47 países en todos los continentes.

⁵ En el sitio www.ada.org.ar se puede encontrar el contrato marco de la ADA.

III. EL *NETTING* Y LOS ACUERDOS MARCO

Antes de considerar los principales términos comunes de los acuerdos marco nos detendremos en un elemento que constituye el meollo de los mismos: el *netting*.

En una forma simple podemos decir que lo que comúnmente se denomina *netting* es la compensación de posiciones o de obligaciones entre contrapartes. Por su parte, la compensación es definida como el modo de cancelación recíproca de obligaciones o su cancelación hasta el monto de la obligación menor cuando ellas son de un valor diferente.

La compensación puede operar: a) por fuerza de la ley desde el día en que ambas obligaciones comenzaron a existir, como sucede en el derecho argentino y en el grupo de legislaciones que tienen como origen la legislación francesa; b) como consecuencia del acuerdo de voluntades, es decir, contractualmente y, c) también, de manera facultativa, es decir, dependiendo exclusivamente de la voluntad de una de las partes obligadas y con los mismos efectos que la compensación legal pero solamente a partir desde que haya sido opuesta.

Se ha sostenido que no existe una total equivalencia entre los términos *netting* del sistema del *common law* y el instituto de la compensación empleado en los países cuyo derecho tiene su origen en el derecho continental europeo, como es el caso del derecho argentino. Técnicamente, el término similar a esta última es *set-off*,⁶ toda vez que este concepto también resulta asimilable al pago en cuanto produce efectos cancelatorios y liberatorios de las obligaciones. En cambio, la expresión *netting* tan sólo se refiere al cálculo de una posición neta. Esta diferenciación puede advertirse, por ejemplo, en el término *netting by novation* acuñado por los países de sistemas del *common law* a fin de otorgarle el efecto extintivo de las obligacio-

⁶ El *set-off* constituye un recurso o remedio utilizado en los Estados Unidos, fundado en principios de derecho que antecede a lo que conocemos como *netting*. En el sistema del *common law*, bajo el denominado *Banker's lien* o preferencia de la entidad bancaria, un banco puede, sin necesidad del contar con el auxilio de la Corte, practicar el *set-off* respecto de los fondos que su cliente tenga depositados en su cuenta, para aplicarlos a las deudas vencidas del cliente (IND: *Teeters v. National Bank of Auburn*, 214 Ind. 498, 14 NE 2d 1004, 118 ALR 383 (1938)). Asimismo, se afirmó que el banco tiene derecho de aplicar los fondos depositados por el cliente para reducir o eliminar las deudas que le adeude el cliente al Banco, señalándose en el caso que el derecho al *set-off* deriva de la relación contractual entre el depositante y el banco (véase, por todos, O'Donnell, V., *Bank of Vermont*, 166 Vt. 221, 692 A.2d 1212, 1997).

nes que sí produce la novación pero no el *netting* en sí mismo, alcanzando así similares efectos a los de nuestra compensación.

A través del *netting* se persiguen los siguientes objetivos: a) reducir los pagos interbancarios y los costos emergentes de los mismos (aspecto particularmente relevante cuando se trata de pagos internacionales) a fin de minimizar el riesgo de incumplimiento de las operaciones; b) reducir la exposición crediticia hacia las contrapartes, lo que permite a su vez maximizar los límites de crédito existentes y, c) reducir las necesidades de liquidez de los participantes del mercado financiero, contribuyendo, en principio, a la contención del riesgo sistémico. Y decimos que este efecto de contención del riesgo sistémico que se le atribuye al *netting* lo es, en principio, puesto que como veremos más adelante en el caso del *netting* multilateral este riesgo podría eventualmente verse incrementado.

El *netting* puede ser: 1) bilateral, o 2) multilateral. El *netting* bilateral, a su vez; puede adoptar dos formas: *payment netting* y *netting by novation*.

Asimismo, a menudo uno de estos dos métodos puede encontrarse en combinación con el *close out netting*. Los dos tipos de *netting* mencionados en primer término describen el proceso corriente de cálculo y pago de sumas netas, en tanto que el referido en último lugar se relaciona con procedimientos de cancelación anticipada de los contratos correspondientes ante la ocurrencia de situaciones de incumplimiento o insolvencia de una de las partes.

El neteo de prestaciones contractuales se basa normalmente en contratos marco o *master agreements* (PSA, ISDA, IFEMA, entre otros) que contienen en sus cláusulas distintos mecanismos legales como el *set-off*, la aceleración de los términos, la novación o cláusulas de *close-out netting*, todas las cuales tienden a que si se produce un incumplimiento de una de las partes, las distintas operaciones que bilateralmente han concertado serán liquidadas hasta arribar a una suma única que refleja un cálculo neto del conjunto de transacciones (*net close-out amount*).

Este neteo o compensación de las obligaciones es esencialmente bilateral, lo que se aprecia claramente en las operaciones OTC. Incluso cuando nos referimos a un neteo multilateral de prestaciones contractuales en verdad nos referimos a un neteo múltiple de posiciones bilaterales netas, como quedará más aclarado cuando nos refiramos al *multilateral netting*.

Payment Netting: es el acuerdo entre dos contrapartes de compensar o netear todos los pagos debidos recíprocamente en una moneda única en

una fecha de vencimiento determinada. Para cada fecha de vencimiento y por cada moneda negociada, las partes efectúan el cálculo sumando el total de los montos debidos y luego compensan todos los pagos debidos entre ellas para arribar así a una obligación única por cada moneda debida entre las mismas. Las partes calculan los pagos netos a una fecha preacordada, generalmente el día anterior a la fecha de vencimiento.

Dependiendo del producto y de los términos del contrato, los contratos derivados OTC pueden requerir pagos periódicos a lo largo de la vida del contrato (por ejemplo, *swaps* sobre tasas de interés), al vencimiento (por ejemplo, en muchas opciones), o en ambas oportunidades. Instrucciones estándares para el “*settlement*” que establecen los detalles del mismo (verbigracia, el banco al cual deben realizarse los pagos) son usualmente intercambiadas entre las partes.

Algunas firmas mantienen un registro de estas instrucciones, el cual alimenta automáticamente los sistemas de *settlement* que generan las confirmaciones. A su vez, los acuerdos marcos contienen cláusulas estableciendo obligaciones de *payment netting* entre las partes.

En la práctica, la extensión del *payment netting* se encuentra acotada por limitaciones en la integración de los sistemas de los operadores que dificultan a los *dealers* calcular y administrar los pagos netos, en especial, cuando se negocian múltiples productos o cuando se encuentra involucrada más de una sucursal de la contraparte.

Los procedimientos de reconciliación para los contratos derivados OTC son los mismos que se utilizan para los otros pagos de una firma. Tales procesos de reconciliación se realizan para confirmar que los pagos esperados han sido recibidos y muchas veces se encuentran a cargo de un grupo independiente del *front office*.

Netting by novation: el *netting by novation* —en operaciones de cambio de divisas (*foreign exchange transactions*)— lo definimos como aquel acuerdo de naturaleza contractual al que arriban las contrapartes por medio del cual disponen que en cada fecha y por cada moneda se producirá la cancelación o extinción de todas las operaciones y su simultánea sustitución por una nueva obligación cuyo importe está dado por la suma y compensación de todas las obligaciones y créditos recíprocos originarios. El *novation netting* ocurre cada vez que las partes celebran una nueva transacción susceptible de ser compensada y en el mismo momento en que se concierta esa transacción, es decir, en el *trade date*. El *payment netting*, por el contrario, se produce en forma inmediatamente anterior a la conclusión o liquida-

ción de la operación, es decir, en forma anterior al *settlement date*. El IFEMA o *International Foreign Exchange Master Agreement* contiene cláusulas que prevén el *netting by novation*.

Obsérvese que estamos refiriéndonos a diferencias conceptuales jurídicas que, en los países de raigambre continental europea, comprenden dos modos distintos de extinción de las obligaciones: pago o novación. En el *netting by novation* hay una declaración expresa, una voluntad indudable de las partes de remplazar las obligaciones anteriores por una nueva obligación, que se materializa o efectiviza al tiempo de la entrada de una nueva transacción. Se ha considerado que esta modalidad de *netting* por novación reduce las posibilidades del ejercicio de *cherry picking* en un proceso de quiebra, es decir, de la facultad del síndico de seleccionar la continuidad de aquellas transacciones ventajosas a la parte insolvente y de repudiar aquellas desventajosas, dado que las transacciones resultan extinguidas y novadas, y por ende no susceptibles de ser revividas y reclamadas por las sumas brutas. Así, la Acordada de Capital de 1988 del Basilea reconoció los beneficios del *netting by novation* de operaciones de *foreign exchange* de más de 14 días que fueran regidas por un *master agreement*.

En 1994 se enmendó la citada Acordada, introduciendo el reconocimiento del *closeout netting*, permitiendo a los bancos que reunieran aquellos criterios previstos en dicha Acordada, así como los requisitos que determinarían sus organismos de supervisión, acogerse a los beneficios de capital resultantes del reconocimiento del *close-out netting*. En consecuencia, siempre que en una jurisdicción el *close-out netting* sea ejecutable jurídicamente y no existan los riesgos del *cherry-picking*, desaparece la importancia del reconocimiento del *netting by novation* como medio de reducir la exposición crediticia previa al *settlement*.

En ambas clases de *netting*, el mismo tiene lugar usualmente entre pares de sucursales. Puede darse el caso, por ejemplo, que existan operaciones recíprocas entre el Banco A, sucursal Londres y las sucursales de Londres y de Nueva York del Banco B. Sin embargo, la compensación que realizará el Banco A será independiente para cada sucursal del Banco B. La razón de esta limitación es meramente de carácter operativo dado el grado de autonomía con la que operan las diferentes sucursales de un mismo banco. Una posibilidad para salvar este escollo es registrar todas las operaciones a nombre de una sola de las sucursales.

El banco que puede superar esta limitación operativa, sumando y compensando todos los pagos debidos a sus sucursales (*multi-branch netting*) podrá lograr una amplia reducción de su exposición.

Close-out netting: es la modalidad de compensación que permite neutralizar las exposiciones crediticias que se tienen respecto de la contraparte en el momento en que esta contraparte incumpla algún contrato o se verifiquen otros supuestos como su insolvencia o quiebra. Cuando alguno de tales supuestos ocurra, todas las transacciones pendientes a las que se le aplican las cláusulas de *close-out* se terminan anticipadamente, debiendo calcularse su valor de mercado.

Una vez que se calcula el valor de mercado positivo o negativo de tales contratos, esos valores son objeto de compensación recíproca, de modo de arribar a una exposición neta única que deberá pagar una parte a la otra. Las obligaciones emergentes del *close-out netting* son liquidadas (cuantificadas) de acuerdo con las pautas emergentes de las disposiciones del contrato o, en su caso, del acuerdo marco aplicable.

Como puede observarse, a diferencia de lo que ocurre en el *payment netting* que, como explicamos, implica la compensación de obligaciones líquidas y exigibles, el *close-out netting* es una forma de liquidar operaciones que no son líquidas y exigibles, sino que devienen en líquidas y exigibles por efecto de la aceleración o terminación anticipada de los contratos ante la ocurrencia de un evento al que las partes le asignaron tal efecto. Es decir, obligaciones no vencidas, se convierten en obligaciones de plazo vencido.

El *close-out netting* es una herramienta para el manejo del riesgo ampliamente utilizada por los *dealers* en los contratos OTC, siendo su uso inclusive mayor que el del *payment netting* e incluyendo múltiples productos y oficinas de contrapartes situadas en jurisdicciones en donde este tipo de *netting* es ejecutable.

Multilateral netting: es el acuerdo en cuya virtud tres o más contrapartes convienen sumar y compensar sus pagos en moneda extranjera, generalmente a través de una *clearing house*. El resultado de este tipo de *netting* será la realización de un único pago o recepción de fondos en cada una de las monedas negociadas a ser realizado por cada una de las contrapartes en una fecha determinada.⁷

⁷ Los estándares mínimos de un sistema de compensación multilateral fueron señalados en el "Report of the Committee on Interbanking Netting Schemes of the Central

Ahora bien, la *clearing house* no sólo cumple la función de depositaria de todos los detalles de las transacciones, calculando la sumatoria de las mismas y realizando su compensación para los participantes, sino que ella generalmente se sustituye legalmente como contraparte de cada operación. Así, todos los pagos de los participantes y la recepción de los fondos correspondientes por cada moneda, sumados y compensados son debidos a la *clearing house*.

En los casos en que efectivamente la *clearing house* actúa como una contraparte central interpuesta entre las dos partes, cada transacción es dividida en dos pares de obligaciones, la mantenida entre una de las partes y la contraparte central, y la de la contraparte central y la otra parte de la transacción.

De este modo, la relación contractual (y el neteo de las prestaciones) es estrictamente bilateral entre cada participante de la *clearing house* y la contraparte central interpuesta.

El *netting* sobre bases multilaterales se obtiene aritméticamente tomando la suma de la posición bilateral neta de cada uno de los participantes con la de cada uno de los otros participantes. Esto produce una única posición multilateral neta (*net-net position*). Cuando se conduce a través de una entidad central que sustituye a cada contraparte de cada pago o contrato, la *net-net position* constituirá una posición neta bilateral entre cada participante y la entidad central contraparte.

Habiéndose calculado las posiciones, en el *settlement* los participantes de posiciones netas deudoras estarán obligados a realizar un pago a la contraparte central quien, a su vez, se encontrará obligada a realizar los pagos correspondientes a aquellos participantes con posiciones netas acreedoras. Las posiciones netas acreedoras y deudoras de todos los participantes sumará cero.

Por lo tanto, si alguno de los participantes no puede cubrir su posición deudora, la contraparte central experimentará un *short-fall*. La compensación multilateral de los contratos derivados OTC no es tan amplia como en el caso de las *foreign exchange transactions*. Sin embargo, es significativo el *clearing* realizado en Suecia en donde la OM *Stockholm* compensa tanto contratos OTC estandarizados como aquellos diseñados a medida de las partes (*tailor-made contracts*). En el Reino Unido, la *London Clearing*

House (LCH) comenzó a efectuar la compensación para los más grandes participantes del mercado de *swaps* en varias de las monedas principales (dólares estadounidenses, libras esterlinas, yenes y euros).

El manejo del riesgo de los procedimientos de clearing incluyen el requerimiento de márgenes que exigen la garantía (*collateralisation*) de una potencial exposición futura hacia sus miembros, así como variaciones diarias de márgenes o garantía de la exposición actual de la *clearing house*. Muchos de los riesgos asociados con los contratos derivados OTC, de crédito, liquidez, legal y operativo, pueden potencialmente ser mitigados a través del establecimiento de una *clearing house*, inclusive el riesgo sistémico, dependiendo de como ella maneje ese riesgo. En el riesgo sistémico se relaciona la posibilidad de que el incumplimiento de sus obligaciones por una contraparte pueda causar el incumplimiento de otras partes a sus respectivas obligaciones.

La preocupación de los bancos centrales radica en que la expansión de estos incumplimientos en cadena origine problemas de liquidez y de crédito que afecte al sistema de pagos y a los mercados financieros en general. En el caso de las *clearing houses* este riesgo podría verse potenciado por la concentración que su operatoria significa.

Por ello, resultan relevantes la aplicación de pautas de control, tales como el establecimiento de requisitos para los participantes, requerimientos de márgenes, mantenimiento de reservas y procedimientos confiables de *settlement*. A su vez, deberán preverse mecanismos para afrontar las pérdidas producidas por el incumplimiento de uno de los participantes, ya sea en forma centralizada, lo que se verifica —generalmente— a través del requerimiento de garantías o de manera descentralizada. En este último caso, es frecuente que se establezcan mecanismos para compartir o mutualizar las pérdidas entre todos los participantes del sistema, o bien se mantienen los límites en la exposición crediticia de modo bilateral, es decir entre las partes que hayan operado con el participante incumplidor.

IV. ELEMENTOS DE LOS ACUERDOS MARCO

El conjunto de los documentos ISDA⁸ generalmente consiste en el acuerdo marco (*master agreement*), un anexo (*schedule*) con los detalles

⁸ En los demás acuerdos marco a los que se hizo referencia son similares en términos generales a los establecidos en el ISDA.

elegidos para la operación en particular, la confirmación (*confirmation*) adecuando el acuerdo marco y las distintas definiciones a la operación en concreto, las definiciones (*definitions*) que pueden incorporarse a la confirmación y la documentación de las garantías (*credit support documentation*), las cuales no están estandarizadas y se formulan de conformidad con la forma y la ley del lugar de la garantía. Estos documentos han ido evolucionando año tras año desde su creación por modificaciones o adaptaciones a diferentes objetivos.

A los fines de abordar el análisis de los contratos marco, cabe destacar que se efectuará el mismo teniendo en cuenta la versión elaborada por la *Internacional Swap and Derivatives Association*, conocida como *ISDA Master Agreement*, versión 1992, por ser de gran utilización en este tipo de transacciones.

A través de este contrato las partes declaran que han celebrado y/o que anticipan celebrar una o más operaciones que en adelante serán regidas por el acuerdo marco. De este modo, al celebrarse el acuerdo marco, se hace ingresar en él a los contratos (a los que se alude como transacciones u operaciones) que las partes ya han celebrado, y se provee un marco normativo que regirá a los contratos (operaciones) que las partes celebren en el futuro. Es decir, que a través de este tipo de contratos las partes expresan una suerte de intención común de celebrar ciertas operaciones y eligen el conjunto de reglas al que quieren someterse.⁹

Deberán tomarse recaudos para que se otorgue fecha cierta a estos contratos, de modo que no se utilice con propósitos fraudulentos el instituto del acuerdo marco al solo fin de sustraerse, en perjuicio de terceros, de los efectos jurídicos que de otro modo pudieran resultar aplicables. En idéntico sentido la invocación del ejercicio del derecho a la rescisión y compensación debería manifestarse en forma fehaciente.¹⁰

⁹ Al inicio del contrato se prevén cláusulas de interpretación que establecen que todas las operaciones que se celebren entre las partes reposan en el entendimiento de que el acuerdo marco y todas las confirmaciones constituyen un *único contrato* entre las partes, siendo ello un elemento determinante de que las partes celebrarán dichas transacciones. Así, el acuerdo dispone expresamente que *las partes no habrían celebrado operaciones de no constituir todas ellas un único contrato*.

¹⁰ Cfr. Rosenberg Gabriela, "LOS ACUERDOS MARCO DE COMPENSACIÓN DE DERIVADOS FINANCIEROS. Su situación frente al régimen de insolvencia argentino", Proyecto de reformas a las leyes de Concursos y Quiebras (Ley Núm. 24.522), a la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (texto según Ley Núm. 24.144 y modificatorias), y a la Ley de Entidades Financieras (Ley Núm. 21.526 y modificatorias).

También se prevén reglas de prelación que estipulan que frente a inconsistencias interpretativas entre las disposiciones del acuerdo marco y el suplemento tendrá prelación lo dispuesto en el suplemento. Asimismo, prevé que en caso de que tales inconsistencias se verifiquen entre el acuerdo marco (incluyendo el suplemento) y la confirmación, tendrá prelación la confirmación a los fines de la operación particular.

Como efecto beneficioso de esta modalidad contractual cabe señalar que ella permite dar uniformidad a las relaciones entre las partes, otorgando mayor certeza en cuanto a los efectos sustanciales de la operación, y al mismo tiempo flexibilidad en tanto permite a las mismas introducir las precisiones que resulten necesarias teniendo en cuenta las regulaciones aplicables a las mismas (ejemplos de ello podrían ser disposiciones especiales en materia de jurisdicción aplicable a personas de derecho público), o bien, aquellas limitaciones que se entiendan pertinentes en el alcance de las declaraciones a ser efectuadas.

También suele destacarse entre sus beneficios que el acuerdo marco elimina altos costos de negociación, toda vez que sustancialmente contiene cláusulas a las que las partes adhieren y que recogen las prácticas y experiencias del mercado a través de los estudios realizados por asociaciones en las que participan operadores de dichos mercados; no obstante, en determinados casos, las características propias de una contraparte pueden requerir numerosas precisiones a ser introducidas en los suplementos.

El acuerdo marco también contiene un capítulo de definiciones de términos empleados a lo largo del contrato que pretenden de este modo restringir toda vaguedad en los alcances de las cláusulas.

1. Obligaciones de las partes

El acuerdo marco regula particularmente la forma en que se llevarán a cabo las distintas prestaciones a cargo de las partes, esencialmente las atinentes a los pagos y/o entregas.

Así, establece el compromiso de las partes de cumplir con los pagos o entregas que se especifiquen en cada confirmación, con sujeción a lo expuesto en el contrato marco. Cada pago convenido en la confirmación debe practicarse en la fecha de su vencimiento en la cuenta indicada en cada confirmación o según se prevea en el acuerdo marco, en fondos libremente transferibles y del modo habitual para los pagos en la moneda estipulada.

Las entregas previstas en la confirmación deben efectuarse de modo en que medie recepción en la fecha acordada, de un modo habitual para el tipo de obligación de que se trate, y salvo que se hubiera acordado de otro modo en la confirmación o en el acuerdo marco.

2. Aspectos sustanciales previstos en el acuerdo marco

a) Pacto de compensación automática: se prevé que en toda fecha en que corresponda a ambas partes efectuarse pagos recíprocos en la misma moneda y respecto de la misma operación, se entenderá que las prestaciones recíprocas se cumplen automáticamente en dicha fecha, produciéndose la extinción por compensación de las obligaciones hasta donde alcance la menor, subsistiendo tan sólo la obligación de satisfacer el saldo neto en cabeza de la parte que resulte deudora del mismo (pacto de compensación automática o *payment netting*). El acuerdo marco faculta a las partes a compensar sumas pagaderas en la misma fecha, aun cuando no correspondan a la misma operación sino a otra operación o a otro grupo de operaciones, en cuyo caso las partes deberán haber identificado previamente en el suplemento o en la confirmación las operaciones o grupo de operaciones que se liquidarán por compensación.

b) Prestaciones sujetas a condiciones: los pagos y/o entregas convenidos en las confirmaciones se encuentran sujetos a la verificación de ciertas condiciones previstas en el acuerdo marco, tales como la ausencia de los denominados “supuestos de incumplimiento”, así como la inexistencia de “supuestos de extinción contractual”, y a la verificación de otras circunstancias o condiciones precedentes.

c) Aseveraciones de las partes (*representations*): las partes recíprocamente deben afirmar en oportunidad de suscribir el acuerdo marco y con efectividad en cada oportunidad en que celebren una operación, ciertas condiciones, 1) generales: que se refieren a su personería; su capacidad para celebrar y cumplir el acuerdo marco y otorgar los documentos que requiera dicho acuerdo; que tal suscripción y cumplimiento no configuran violación o conflicto a las disposiciones legales, judiciales, administrativas y contractuales aplicables; el reconocimiento del carácter vinculante para cada parte de las obligaciones contractuales, sin perjuicio de los regímenes de insolvencia, quiebra, reorganización o moratoria aplicables a la generalidad de los acreedores y, con sujeción a los fines de su ejecutabilidad, a los principios de equidad generalmente aplicables; 2) específicas: la no ocu-

rrencia o subsistencia de un supuesto de incumplimiento o de un supuesto de incumplimiento potencial, así como la falta de conocimiento de la existencia de un supuesto de extinción contractual, como asimismo la insusceptibilidad de que tales supuestos pudieran ocurrir en virtud de la celebración y cumplimiento del acuerdo marco y de los documentos resultantes del mismo; la inexistencia de litigios o amenazas de litigios, procedimientos o acciones ante la justicia, organismos administrativos o tribunales arbitrales que pudieran afectar la legalidad, validez y ejecutabilidad de acuerdo o su efectivo cumplimiento; la exactitud de todo documento o información provista a la otra parte a los fines de las aseveraciones practicadas así como de su situación impositiva.

d) Modalidad especial de liquidación de todas las operaciones: los presupuestos para que se produzca la misma son la ocurrencia respecto de una de las partes de ciertos hechos aludidos como supuestos de incumplimiento o supuestos de extinción contractual, descritos en forma amplia en el contrato, y la efectiva invocación por la contraparte (salvo los casos en que se prevé la extinción automática ante la ocurrencia de un supuesto de incumplimiento, como la declaración de quiebra).

e) Supuestos de incumplimiento (*events of default*):¹¹ el contrato enuncia una serie de supuestos que pueden presentarse en relación con cual-

¹¹ Son supuestos de incumplimiento previstos en el acuerdo marco, los siguientes: 1) incumplimiento de efectivizar cualquier pago o entrega previsto en alguna confirmación, incluyendo el incumplimiento de hacer efectivo el pago de los intereses o de sumas adicionales que requiera la contraparte —de acuerdo a lo previsto en la confirmación o en el contrato marco—, en compensación por la demora incurrida en efectivizar el pago o la entrega, siempre que tal incumplimiento se mantenga más allá del tercer día hábil contado desde el requerimiento de pago formulado por la contraparte. El incumplimiento de los pagos aquí previsto se referirá al saldo neto que pueda adeudar una parte a la otra, pues como se ha expuesto, al vencimiento de la fecha prevista en la confirmación existe un pacto de compensación automático. 2) Incumplimiento de otras obligaciones previstas en el acuerdo marco, y siempre y cuando tal incumplimiento se mantenga más allá del trigésimo día contado a partir del requerimiento de cumplimiento que curse la contraparte. Estos incumplimientos para los cuales se otorga un “periodo de gracia” de un mes, se verifican respecto de obligaciones como la presentación de ciertos documentos que las partes hayan acordado proporcionar, en tanto no se refieran a aquellos que resulten necesarios para que una u otra parte pueda efectivizar los pagos sin practicar retenciones o deducciones por conceptos impositivos que puedan corresponder. Tampoco queda comprendido dentro de estos incumplimientos susceptibles de ser revertidos dentro del periodo de gracia la falta de información respecto de la ocurrencia de un supuesto de extinción contractual, o de la inexactitud de alguna aseveración efectuada en materia impositiva. 3) El incumplimiento que se produzca en relación al contrato que instrumenta las garantías que se mantenga más allá del periodo de gracia que

quiera de las partes. Aquella respecto de la cual se verifica el supuesto, es considerada “parte incumplidora” (*defaulting party*), por oposición a su contraparte a quien se considera “parte no incumplidora” (*non-defaulting party*). La verificación de un supuesto o acontecimiento de incumplimiento da derecho —no la obligación— a la “parte no incumplidora” a rescindir

pudiere haberse acordado; el vencimiento, extinción o cualquier pérdida de exigibilidad del contrato que instrumenta las garantías antes de que hubieren cumplido las obligaciones a las cuales se refería dicha garantía, siempre y cuando la contraparte no hubiera aceptado por escrito estas circunstancias; cualquier rechazo o cuestionamiento de la validez de la instrumentación de las garantías por una de las partes. 4) La falta de exactitud comprobada respecto de alguna de las aseveraciones efectuadas (*misrepresentations*); 5) Los incumplimientos de una de las partes o de su garante de alguna de las operaciones, luego de que se haya verificado el periodo de gracia o la intimación de cumplimiento, y tenga lugar la liquidación de la operación, o su aceleración o su extinción anticipada. O falta de cumplimiento de los pagos o entregas, una vez verificados el periodo de gracia o intimación de pago que puedan corresponder, en la fecha de su vencimiento, o en la fecha de extinción anticipada; o el cuestionamiento, o impugnación total o parcial de una determinada operación, sea por la misma parte o por alguna persona que ejerza su representación legal o convencional. 6) El incumplimiento de cualquier otro contrato por una de las partes o de su garante, por un monto establecido (*cross-default* o incumplimiento cruzado). 7) Que se verifique respecto de una de las partes o de su garante cualquiera de las siguientes situaciones: disolución (que no resulte de una fusión o reorganización); insolvencia o impotencia general de pagar las deudas a su vencimiento, reconocimiento expreso o tácito por incumplimiento de tal impotencia; transferencia general de sus obligaciones o acuerdos o refinanciaciones con sus acreedores; iniciación por pedido propio o de terceros de un procedimiento de insolvencia o quiebra u otra forma de ejecución o medida prevista en las leyes concursales u otras que regulen los derechos de los acreedores, o la iniciación por petición propia o de terceros de un procedimiento de liquidación siempre que estos procedimientos concluyan en declaraciones judiciales de insolvencia o quiebra, orden de liquidación o bien que tales procedimientos no sean desestimados o cesados en su efectividad dentro de los 30 días siguientes; que se designe un administrador oficial, administrador provisorio, liquidador, síndico, custodio, fiduciario, sea con relación a la parte o con relación a la totalidad o a una parte sustancial o de sus activos; que un tercero con privilegios reales tome posesión de todos o de parte sustancial de sus activos, o que sea objeto de embargos, secuestros, ejecución u otros procesos legales que se le demanden o ejecuten respecto de todos o parte sustancial de sus activos, siempre que la toma de posesión o los mencionados procesos no sean desestimados o suspendidos o restringidos en sus efectos dentro de los 30 días siguientes; que sea objeto por sí o por terceros de un proceso que tenga análogos efectos a los anteriores aplicable según la legislación vigente; o que tome cualquier acción resultante de tales procedimientos o que indique su consentimiento o aprobación respecto de tales actos. 8) Fusión o reorganización que tengan lugar respecto de una de las partes o de su garante, o transferencia de todos o partes sustanciales de sus activos, sin asunción legal o contractual (satisfactoria para la “parte no-incumplidora”) por parte de la entidad resultante de la fusión, reorganización, o de la entidad adquirente, de todas las obligaciones de la parte o de su garante emergentes del acuerdo marco o del contrato que instrumenta las garantías.

el contrato, produciendo la liquidación de todas las operaciones pendientes entre las partes, con los efectos que seguidamente se expondrán.

f) Supuestos de extinción contractual (*termination events*): son hechos o sucesos cuya ocurrencia se encuentra más allá de la voluntad de las partes, como la ilegalidad sobreviniente producida por un cambio legislativo o regulatorio.

g) Modos de liquidación de las operaciones previstos en el acuerdo marco: verificado un evento de incumplimiento o un evento de extinción anticipada, una parte tendrá el derecho de provocar la extinción de las operaciones en una fecha anterior a la fecha originariamente prevista en la confirmación.

Con motivo de variaciones en las tasas producidos desde el momento en que se concertó una operación, puede ocurrir que su extinción anticipada produzca ventajas a una parte a expensas de la otra. Así, puede ocurrir que en un momento dado una operación individual resulte desfavorable a una de las partes (quien tendrá una posición aludida en la doctrina extranjera como *out of the money*) y que en tal momento se produzca la extinción anticipada de la operación (sea provocada intencionalmente por una de las partes, o bien sea no intencional, por hechos de terceros o acontecimientos ajenos a su voluntad), resultando de ello que dicha parte obtenga “ganancias inesperadas” (*windfall*), o se vea liberada de las pérdidas que la continuación de la operación pudiese ocasionarle. Por el contrario, si una operación individual fuera conveniente a una de las partes (posición *in the money*) una terminación anticipada podría resultar en una pérdida para esta parte.

Las modalidades de liquidación de las operaciones (cálculos de las respectivas prestaciones a cargo de cada parte) previstas en el acuerdo marco de ISDA, precisamente en aquellos casos en que se verifica la extinción anticipada de una operación individual determinada, son las siguientes:

1. Es la “parte no incumplidora” quien en la fecha de terminación anticipada debe practicar el cálculo de las prestaciones recíprocas adeudadas.
2. A los fines de proceder a tal cálculo partirá de dos conceptos: la determinación de las “sumas impagas” y la determinación de las “sumas de liquidación”.

Se entiende por “sumas impagas” aquellas obligaciones y sus intereses cuyo pago ya era exigible con anterioridad a la fecha de terminación anticipada, pero que las partes no hubieran satisfecho a su vencimiento. En tanto que las “sumas de liquidación” corresponden a las ganancias o pérdidas que resultan a una parte de la terminación anticipada de los flujos de fondos que se encontraban previstos y consisten en la suma de las cotizaciones de mercado recibidas respecto de las operaciones individuales extinguidas.¹² Si al momento en que ocurre la extinción anticipada, la posición de la parte no incumplidora era *in the money*, es decir favorable a la misma, ésta sufrirá una pérdida derivada de la interrupción de los flujos de fondos futuros. A esta pérdida se le asigna una cifra positiva, que refleja lo que el mercado estaría dispuesto a cobrarle por la continuación de esa operación *in the money* para la parte no incumplidora.

Por el contrario, si al momento en que ocurre la terminación anticipada, la posición de la parte no incumplidora fuera *out of the money*, es decir desfavorable a la misma, ésta adquiere una ganancia por la extinción anticipada y a esta última se le asigna una cifra negativa, que refleja lo que el mercado pagaría por la continuación de la operación *out of the money* para la parte no incumplidora.

Para calcular las sumas de liquidación se suman todas las cotizaciones obtenidas para cada operación extinguida. Si tal cifra arroja un valor positivo, el mismo será la pérdida sufrida por la parte no incumplidora que debe ser compensada por la parte incumplidora. Si la cifra arrojara un valor negativo, el mismo refleja una ganancia que resultó para la parte no incumplidora y debería ser restituida a la parte incumplidora, salvo que se hubiera seleccionado el primer método de cálculo, o *walk away* o *one way payment*, denominaciones diversas con las que se conoce este sistema, que se explica más adelante.

La suma de liquidación (sea negativa o positiva) se adiciona a las sumas impagas que se le adeuden a la “parte no incumplidora”, y de este resultado se detraen las sumas impagas que la parte no incumplidora adeude a la parte incumplidora. El monto final, de ser positivo, debe ser satisfecho por la

¹² La parte no incumplidora requiere cotizaciones a cuatro operadores de mayor volumen en el mercado para recrear el flujo de fondos futuros correspondientes a las operaciones individuales extinguidas. Las cotizaciones más altas y las más bajas son descartadas, efectuándose un promedio entre las dos intermedias, y tal valor será el de mercado de concertar una operación de remplazo de la operación extinguida anticipadamente.

parte incumplidora y, de ser negativo, debe ser abonado por la parte no incumplidora a la incumplidora.

El acuerdo marco de ISDA prevé dos sistemas que las partes han de seleccionar en el suplemento para proceder a la liquidación de las operaciones que se terminen anticipadamente, y dos sistemas de pago que también han de ser seleccionados: a) *sistemas de liquidación*, y b) *sistemas de pago*.

Los *sistemas de liquidación* son, a su vez, dos: 1) cotización de mercado (*market quotation*), que se ha descrito precedentemente por ser el de mayor utilización, y 2) sistema de la pérdida (*loss*), en virtud del cual la parte no incumplidora determina de un modo razonable las pérdidas o ganancias resultantes para la misma de la extinción de las operaciones.

Los *sistemas de pago* comprenden: 1) el primer método: la parte incumplidora debe compensar a la parte no incumplidora por las pérdidas que ésta haya sufrido por la extinción anticipada de las operaciones, en tanto que la parte no incumplidora no está obligada a pagar a la parte incumplidora aquellas ganancias que pudieren haber resultado a la misma por la extinción anticipada (las pérdidas y ganancias, como se expresó, se calculan bajo alguno de los sistemas enunciados en el apartado A precedente).

Este método es el de utilización menos frecuente, y es rechazado por las regulaciones que fijan los capitales mínimos en función del riesgo propiciadas por el Comité de Basilea comentadas anteriormente; 2) el segundo método: la “parte no incumplidora” tiene derecho a la compensación por la “parte incumplidora” respecto de las pérdidas que se le hubieren generado por la extinción anticipada y está obligada a pagar a esta última por las ganancias que le hubieren resultado de dicha terminación. Este es el sistema mayormente utilizado.

Dado el rechazo por inequitativo que genera del primer método al que se hizo mención, resulta del caso hacer una breve referencia a lo resuelto en el caso *Drexel Burnham Lambert Products Corp. versus Midlands Bank PLC* en noviembre de 1992 por la Corte de Distrito de Nueva York. *Drexel Lambert Government Securities (DLGS)* y *Midlands Bank PLC* habían celebrado un acuerdo marco que regía sus operaciones de *swap* de tasas de interés. Se convino entre los supuestos de incumplimiento que podían dar lugar a la extinción de todas las operaciones que se verificara una situación de insolvencia por parte de una de las sociedades controlantes últimas de *DLGS (Drexel Burnham Lambert Products Corp, “DBLG”)*, que era garante de las obligaciones de su controlada.

La presentación de *DBLG* en insolvencia determinó en forma automática la extinción anticipada de todas las operaciones bajo el acuerdo marco. Según lo previsto en el contrato, en todo supuesto de incumplimiento, la parte no incumplidora (*Midlands Bank* en el caso) podía optar por practicar una liquidación de lo que hubieran sido las obligaciones futuras de pago. En el caso, al momento de producirse la extinción anticipada (momento de la presentación de *DBLG* —garante de *DLGS*— en insolvencia) las posiciones de *Midlands Bank PLC* eran desfavorables (*out of the money*), por lo cual ésta obtuvo una ganancia inesperada resultante de la extinción anticipada. De acuerdo al método seleccionado contractualmente (*limited two-way payments*), *Midlands* no reconoció obligación de pago alguna en favor de *Drexel*. Así, *Drexel* inició una demanda contra *Midlands Bank* por no aceptar las cláusulas de resolución convenidas en el contrato marco, manifestando que el método contractualmente previsto era inexigible por importar una penalidad o confiscación contraria al orden público.

La Corte de Distrito de Nueva York entendió que la cláusula no importaba una penalidad a abonar por *Drexel* sino que importaba una privación a esta última, en su calidad de parte incumplidora, de las ganancias potenciales no realizadas resultantes de la extinción del contrato. El derecho a recibir pagos bajo el acuerdo marco se encuentra condicionado a que la parte beneficiaria de los mismos no haya incurrido en un incumplimiento. Sostuvo dicha Corte que la cláusula no importa una confiscación sino una modalidad contractual de determinación de los daños compensables, y “como en toda cláusula contractual de liquidación de daños, las pérdidas sufridas por la parte no incumplidora se limitan a lo establecido en el contrato y la parte incumplidora no tiene derecho a recuperar ganancia alguna que hubiera podido tener de continuar vigente el contrato”.

La Corte reconoció la validez de un método intermedio de pago, denominado *limited two-way payment*, en virtud del cual la parte respecto de la que se produjo el supuesto de resolución contractual anticipada (sea supuesto de extinción contractual o supuesto de incumplimiento) siempre compensa a su contraparte (parte no afectada o no incumplidora), en tanto esta última limitará sus obligaciones de compensación a aquellos casos en que la resolución contractual anticipada se originó en un supuesto de extinción contractual (por ejemplo, ilegalidad sobreviniente), mas no en los supuestos de incumplimiento (por ejemplo, incumplimientos propiamente dichos, u otros supuestos definidos como tales, verbigracia la insolvencia o

liquidación). Sostuvo la Corte que en ningún caso la parte no incumplidora debería de compensar a la incumplidora el monto las pérdidas que le resultaran por su propio incumplimiento.

Subyace en el criterio del primer método, o en el *limited two-way payment* una forma de liquidación que desalienta a la parte a quien pudiese convenirle incumplir los pagos, efectivamente hacerlo, pues de acuerdo a este método, la parte incumplidora carece del derecho a compensación por la parte no incumplidora.

h) **Ámbito de aplicación del acuerdo marco de ISDA-1992:** como se expuso, el acuerdo marco de compensación es un contrato normativo que regula en forma homogénea un sinnúmero de contratos que colectivamente denominamos instrumentos financieros derivados.

Así, la cláusula 14 de las definiciones consigna qué ha de entenderse como operación específica (*specified transaction*), e incluye, con sujeción a los alcances que se acuerden en el suplemento, las siguientes operaciones: *swap* de tasa de interés, *forwards* de tasa de interés, *swap* de *commodities*, opciones de *commodities*, *swap* de acciones o *swap* de índices de acciones, opciones de acciones y opciones de índices de acciones, opciones de títulos, opciones de tasas de interés, transacciones en divisas, transacciones *cap*, *floor*, y *collar*, *swap* de monedas, *swap* sobre tasas de intercambio cruzado de monedas, opciones de monedas, y cualquier otra transacción similar, incluyendo cualquier opción que se haga respecto de tales transacciones. Cualquier combinación de esas operaciones y cualquier otra operación identificada como operación específica, ya sea en el acuerdo marco o en cualquier confirmación, la enunciación no es taxativa y permite a las partes crear todo tipo de variables, sujetando siempre los efectos jurídicos de las operaciones a los previstos en el acuerdo marco. Así, mientras la ingeniería financiera de las operaciones, es decir, el diseño específico del instrumento derivado, cae en el ámbito propio de quienes tienen a su cargo la definición de las políticas admisibles de inversión, los efectos jurídicos de la operación quedarían predeterminados por el acuerdo marco que les resulte aplicable globalmente a todos estos productos.

V. LOS ACUERDOS MARCO Y LAS LEGISLACIONES LOCALES

En el análisis jurídico que debe realizarse a fin de una posible aplicación de los contratos marco y, particularmente, del *netting* tanto en operaciones que se

realicen en el país como en aquellas de carácter internacional que involucren algún elemento local (sujetos, lugar de cumplimiento, garantías), existen ciertos aspectos de la legislación de cada jurisdicción que deben tenerse especialmente en cuenta. Entre los que revisten singular importancia se encuentran: a) la normativa que regula la insolvencia; b) las disposiciones relativas a los contratos aleatorios y al juego y apuesta; c) validez legal de los contratos de derivados: las semejanzas y diferencias entre los contratos diferenciales y los contratos derivados; d) disposiciones sobre conflictos de leyes: adopción de normas que permitan la validez de la elección de la ley realizada por las partes en un contrato que incluye el *netting*; e) efectos cancelatorios de la compensación; f) exigencia de contratos escritos, posibilidad de ejecución de acuerdos orales; g) operaciones a las que podrían aplicarse las disposiciones sobre *netting*; h) sujetos admitidos como partes en operaciones en las que se prevea el *netting*: entidades financieras, partes profesionales, sociedades, personas físicas; i) tratamiento legal de las sucursales y filiales de sociedades extranjeras radicadas en el país; j) tratamiento legal de los grupos o conjuntos económicos transnacionales; k) garantías: ejecución de las garantías reales sobre bienes radicados en el país que avalan operaciones *off-shore*, posibilidad de elección de la ley aplicable a las garantías sobre bienes radicados en el país pero que avalan operaciones *off-shore*, las garantías y el concurso o quiebra; y l) la ejecutabilidad de las confirmaciones.

La importancia de las cuestiones expuestas, cuya diversidad de tratamiento en las diversas legislaciones nacionales atenta, como ya se manifestó anteriormente, contra la seguridad jurídica de la operatoria con derivados, ha llevado a que las asociaciones como la *International Swap Derivatives Assotiation* o la *International Securities Market Association*, soliciten dictámenes jurídicos sobre la validez y exigibilidad de los acuerdos marco (ISDA e ISMA) en diversas jurisdicciones.¹³

¹³ Desde 1987, cuando originariamente se solicitó la opinión de los países miembros del G-10 que sólo consideraban la aplicación de determinadas disposiciones del acuerdo marco perfeccionado en 1987, ISDA ha ampliado a más de 40 el número de países amparados por las opiniones formuladas a favor de las operaciones de compensación (*netting*). Actualmente, el alcance de las opiniones incluye la aplicación de las disposiciones de los acuerdos marco de 1987, 1992 y 2002 sobre rescisión, liquidación bilateral (*close-out*): y liquidación entre sucursales. Estas opiniones se actualizan una vez al año a fin de cumplir con los pedidos de diversos bancos centrales. Además, ISDA solicita la opinión legal sobre la aplicación de los documentos de garantía de créditos ISDA en varias jurisdicciones. Estas opiniones también se actualizan en forma anual y se encuentran a disposición de los miembros en el sitio Internet www.isda.com.

También ha sido preocupación tanto de los organismos supervisores bancarios, del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y de las mencionadas asociaciones que agrupan a los participantes del mercado de derivados, incentivar a que se produzcan las correspondientes modificaciones en las legislaciones locales, principalmente en las que regulan la insolvencia, de modo tal que se incorporen a las mismas disposiciones que admitan la aplicación del *netting*.

Diversas normas y principios propios del régimen falencial plantean dificultades para la oponibilidad ante la quiebra de aquellas cláusulas de los acuerdos marco utilizados en la operatoria con derivados financieros que, precisamente, intentan limitar los riesgos resultantes de esas operaciones a una suma única que exprese el saldo neto a cargo de alguna de las partes.

Los principales obstáculos normativos se enuncian a continuación

a) Posibilidad de desestimación del acuerdo marco: entre las incertidumbres que podrían plantearse al celebrarse un acuerdo marco que proporcione un marco normativo para el conjunto de contratos individuales con derivados comprendidos en el mismo, puede señalarse aquella consistente en la posibilidad de que la sindicatura se abstuviera de considerar a las operaciones entre las partes en su globalidad, considerando los efectos de cada uno de los contratos individuales a la luz de las normas que rigen los procesos de insolvencia. Así, en la Ley de Concursos y Quiebras de la República Argentina existen diversas normas que permiten al juez o al síndico determinar el curso de la relación contractual entre el fallido y su contraparte, cuando haya prestaciones recíprocas pendientes.¹⁴

Es decir, que resolver sobre la continuidad del contrato es un derecho que asiste al juez de la quiebra (*cherry picking*). Así, el artículo 145 de la ley concursal claramente establece que la sentencia de quiebra hace inaplicables las normas legales o contractuales que autoricen la resolución por incumplimiento, cuando esa resolución no se produjo efectivamente o demandó judicialmente antes de dicha sentencia.

b) Desconocimiento de las posibilidades de compensar las prestaciones recíprocas, sea que éstas se entiendan como las emergentes de los contratos celebrados (que han sido anticipadas en su plazo) o sea que se trate de obligaciones resarcitorias que recíprocamente se adeuden las partes como con-

¹⁴ Ley Núm. 24.522. Véase los artículos 20, 143 y 144.

secuencia de la rescisión de los contratos individuales comprendidos en el acuerdo marco, o bien una compensación de prestaciones contractuales y resarcitorias recíprocamente mantenidas por las partes. El artículo 130 de la Ley 24.522 dispone que “la compensación sólo se produce cuando se ha operado antes de la declaración de quiebra”. Esta disposición podría ser opuesta frente a la pretensión del contratante *in bonis* de extinguir anticipadamente las operaciones y compensar las mismas, ante el acaecimiento de un supuesto de insolvencia de los comprendidos en los denominados “eventos de incumplimiento”. En sentido concordante el artículo 828 del Código Civil dispone que

El deudor o acreedor de un fallido sólo podrá alegar la compensación en cuanto a las deudas que antes de la época legal de la falencia ya existían y eran líquidas y exigibles; mas no en cuanto a las deudas contraídas, o que se hicieran exigibles y líquidas después de la época legal de la quiebra. El deudor del fallido en este último caso, debe pagar a la masa lo que deba, y entrar por su crédito en el concurso general del fallido.

c) Ineficacia de pleno derecho y en la medida en que sean efectuados durante el periodo de sospecha los pagos anticipados de las deudas cuyo vencimiento, según el título debía producirse en el día de la quiebra o con posterioridad.¹⁵ Más aún, cabe reiterar la posibilidad de que se pretendiese el desconocimiento del acuerdo marco como verdadero “título” que determina el vencimiento de las deudas, atribuyéndose a cada una de las confirmaciones el carácter de título al que remite la norma.

d) Debe tenerse en cuenta que aun cuando la norma que declara la ineficacia de pleno derecho alude a los “pagos anticipados”, podría invocarse la asimilación entre el pago y la compensación (voluntaria), en tanto ambos son modos extintivos de las obligaciones, y toda vez que la compensación “extingue con fuerza de pago las dos deudas hasta donde alcance la menor” (artículo 818 del Código Civil).

Lamentablemente en la legislación argentina de quiebras aún no se han incorporado disposiciones tendentes a otorgar validez legal al *netting*. Existió un proyecto de ley que recibió la aprobación de una de las cámaras del Congreso Nacional pero que luego, al no ser tratado por la otra Cámara en el siguiente periodo de sesiones, perdió estado parlamentario. En la ac-

¹⁵ Ley Núm. 24.522. Véase el artículo 128 inc. 2).

tualidad, el Banco Central de la República Argentina y la Comisión Nacional de Valores están trabajando en la elaboración de un nuevo proyecto de ley para su remisión al Congreso Nacional.

Sin embargo, cabe mencionar que mediante el texto del artículo 8o. de la Ley 24.764 se facultó a la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía de la Nación a realizar operaciones de administración de pasivos, cualquiera sea el instrumento que las exprese, entre otras, la compra, venta y/o canje de instrumentos financieros, como bonos o acciones, pases de monedas, tasas de interés o títulos; la compra y venta de opciones sobre instrumentos financieros y cualquier otra transacción financiera habitual en los mercados de productos derivados.

Habiéndose también previsto que cuando en alguna de dichas operaciones la contraparte de la mencionada Secretaría de Hacienda, se encontrare sujeta a cualquiera de los procedimientos regidos por la Ley 24.522 (de Concursos y Quiebras) o los previstos en los artículos 34, 35 bis, 44, 48, 50 y siguientes de la Ley 21.526 y sus modificatorias, y al cual fueran aplicables las disposiciones de la Ley 24.522, no serán de aplicación:

a) El artículo 118 inciso 3) de la Ley 24.522 respecto de garantías adicionales constituidas por la contraparte del Estado con posterioridad a la celebración de una o más operaciones debido a la variación del valor de mercado del o los activos a los cuales se refieren tales operaciones si la obligación de constituir tales garantías adicionales hubiera sido acordada antes o en oportunidad de la celebración de la o las operaciones respectivas.

b) Los artículos 20, 130, 144 y 145 de la Ley 24.522, permitiendo el ejercicio por parte del Estado de sus derechos contractuales a rescindir anticipadamente tales operaciones, a efectuar compensaciones. Es decir que para este tipo de operaciones la aplicación de la legislación concursal no puede afectar el ejercicio por parte del Estado nacional de los derechos de rescisión anticipada, compensación y ejecución de garantías, en los términos previstos contractualmente.

En el ámbito internacional, Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Estados Unidos de América, Francia, Irlanda, Portugal, Sudáfrica y Suiza, entre otros Estados, han practicado modificaciones a sus legislaciones para permitir la plena ejecutabilidad de los acuerdos marco de compensación en operaciones con derivados. También México, Brasil y Chile, entre otros países de Latinoamérica, han establecido normas sobre la materia, con el fin de fortalecer sus mercados locales, y con la consecuencia de atraer a los mismos operaciones de terceros países.

VI. CONCLUSIONES

El rápido crecimiento de los mercados de contratos financieros OTC y sus implicancias en términos de riesgo para los bancos y otros participantes en estas transacciones, como asimismo el riesgo que eventualmente podría derivarse para el sistema financiero en general, teniendo en cuenta los efectos de la globalización de las transacciones y el impacto de las nuevas tecnologías en materia de comunicaciones, dio origen a estudios sobre el tema encarados a nivel internacional. Entre tales estudios pueden mencionarse los realizados por el *Committee on Payment and Settlement Systems* y por el *Eurocurrency Standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, así como el encarado por ambos comités en conjunto, denominado *OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*, de septiembre de 1998.

En el estudio mencionado en último término, realizado a partir de entrevistas con 30 de los *dealers* principales en el mercado de contratos derivados OTC, se llegó a ciertas conclusiones sobre los aspectos relevados, a saber: a) la existencia de demoras en la documentación de las transacciones y en sus confirmaciones; b) la verificación de una rápida expansión en el uso de garantías (*collaterals*); c) la potencial expansión de las *clearing houses*.

Con base en esas conclusiones, se efectuaron algunas recomendaciones en orden a las acciones que deberían adoptar los participantes de los mercados y las autoridades nacionales con la finalidad de reducir los riesgos de las contrapartes en los derivados OTC y, al mismo tiempo, de asegurar la estabilidad general de los mercados financieros.

Entre las medidas propuestas se encuentran las siguientes:

- Las contrapartes de los contratos derivados OTC deben tomar conciencia de los riesgos emergentes de los acuerdos marcos (*master agreements*) que permanecen sin firmar y de las confirmaciones pendientes, debiendo seguir los pasos apropiados para acotar esos riesgos.
- Las contrapartes deben considerar la utilización de nuevos sistemas electrónicos para el intercambio y compatibilización de las confirmaciones.
- Los supervisores deben considerar la efectividad de las políticas y procedimientos de las instituciones que supervisan (especialmente los *dealers* en derivados) promoviendo prácticas prudenciales para la reducción de los riesgos asociados a estas transacciones.

- Las contrapartes en las operaciones con derivados OTC deben mensurar los riesgos legales (incluyendo los acuerdos *cross-border*), los riesgos operativos, de liquidez y de custodia asociados con el uso de garantías y su manejo efectivo.
- Los supervisores deben considerar el desarrollo de lineamientos de supervisión relativos al uso de garantías, como medio de reducción de los riesgos de crédito, operativos y legales.
- Las contrapartes, los supervisores y los bancos centrales deben procurar que se adopten las acciones gubernamentales necesarias para reducir los riesgos de incertidumbre sobre la ejecutabilidad de las garantías.
- Las contrapartes deben considerar la potencialidad de las *clearing houses* para derivados OTC y así lograr la reducción del riesgo de crédito y otros riesgos teniendo en cuenta la efectividad de los procedimientos de manejo de riesgo que haga la *clearing house*.
- Los bancos centrales y los supervisores deben asegurarse que no existan riesgos legales o barreras regulatorias innecesarias para establecer *clearing houses* de derivados OTC. Para ello, deberían asegurar que estas entidades adopten medios de salvaguarda para el manejo de los riesgos asociados, incluyendo acuerdos para la cobertura de pérdidas por incumplimientos de los participantes.

Ahora bien, si las carencias advertidas y las recomendaciones pertinentes han debido realizarse para mercados más desarrollados en los cuales las transacciones con derivados OTC han adquirido cierta envergadura, en los países donde se está en un estadio muy inferior en cuanto al uso de estos instrumentos financieros y muchas veces los participantes en estas operaciones evidencian una menor solidez patrimonial, lo que acrecienta las posibilidades de incumplimiento, todos los actores involucrados —bancos centrales, supervisores y participantes en el mercado de derivados OTC— deberán aunar esfuerzos para que se adopten prontamente las medidas necesarias que reduzcan los riesgos involucrados, a saber:

- Promover la incorporación en los acuerdos de las contrapartes de alguno de los tipos de *netting* (bilateral o multilateral; *payment netting* o *netting by novation*).
- De ser necesario, procurar cambios en las correspondientes legislaciones que permitan que las contrapartes puedan acordar procedi-

mientos de *close-out netting* válidos y exigibles aun frente a situaciones de insolvencia o quiebra.

- Incorporar sistemas de cobertura ante pérdidas ocurridas como consecuencia del incumplimiento de alguno de los participantes en los sistemas de compensación multilateral.
- Evaluar las legislaciones sobre garantías, su perfeccionamiento, prioridad y ejecutabilidad, posibilidades de su aplicación a varias operaciones o su reutilización para nuevas transacciones a fin de lograr una mayor agilidad en la operatoria, etcétera.
- Verificar las normas relativas a la custodia de modo de asegurar la intangibilidad de los activos dados en garantía que se mantengan en custodia frente a situaciones que afecten a quien la tiene a su cargo.
- Procurar la adopción de normativas por parte de los organismos reguladores y de supervisión que alcancen a las contrapartes de los contratos derivados OTC, estableciendo condiciones de autorización, requerimientos de capital, establecimientos de márgenes, valuación de garantías, etcétera.