

Parodi Logioco, Danilo

Los credit default swaps y su encuadre regulatorio en el derecho comparado y en Argentina

**Maestría en Derecho Empresario Económico
Facultad de Derecho**

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central “San Benito Abad”. Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Parodi Logioco, D. (2016). Los credit default swaps y su encuadre regulatorio en el derecho comparado y en Argentina [en línea]. Maestría en Derecho Empresario Económico. Universidad Católica Argentina. Facultad de Derecho. Disponible en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/tesis/credit-default-swaps-encuadre.pdf> [Fecha de consulta:]

LOS CREDIT DEFAULT SWAPS Y
SU ENCUADRE REGULATORIO
EN EL DERECHO COMPARADO Y
EN ARGENTINA

AUTOR: DANILO PARODI LOGIOCO

TUTOR: DIEGO SERRANO REDONNET

MAESTRÍA EN DERECHO EMPRESARIO ECONÓMICO

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA ARGENTINA

AÑO: 2016

ÍNDICE

PREFACIO	5
ALGUNOS CONCEPTOS BÁSICOS.....	7
LOS CREDIT DEFAULT SWAPS	11
<i>CARACTERES FUNDAMENTALES:.....</i>	<i>11</i>
<i>MODALIDADES:</i>	<i>17</i>
<i>LOS “NAKED CDS”, UNA MODALIDAD ESPECIAL:.....</i>	<i>19</i>
<i>EL EVENTO DE CRÉDITO:</i>	<i>21</i>
<i>PANORAMA DEL MERCADO DE CDS:.....</i>	<i>27</i>
LA DISCUSIÓN.....	31
<i>UN CASO EMBLEMÁTICO:</i>	<i>31</i>
<i>LOS CDS COMO FACTORES DE DESESTABILIZACIÓN:</i>	<i>34</i>
<i>LOS CDS COMO FACILITADORES DE FINANCIACIÓN Y FUENTES DE INFORMACIÓN:.....</i>	<i>38</i>
<i>UNA PRIMERA CONCLUSIÓN:.....</i>	<i>42</i>
PROPUESTAS REGULATORIAS.....	44
<i>ALGUNAS PROPUESTAS PARA LA REGULACIÓN:.....</i>	<i>45</i>
<i>RESTRICCIÓN DE LOS “NAKED CDS”. UNA DISCUSIÓN APARTE:</i>	<i>56</i>
ACTUALIDAD REGULATORIA	63
<i>MARCO REGULATORIO EN LA UNIÓN EUROPEA:.....</i>	<i>63</i>
<i>MARCO REGULATORIO EN ESTADOS UNIDOS:.....</i>	<i>71</i>
<i>UNA APROXIMACIÓN LATINOAMERICANA: COLOMBIA</i>	<i>92</i>
<i>UNA APROXIMACIÓN LATINOAMERICANA II: CHILE</i>	<i>94</i>
ALTERNATIVAS REGULATORIAS EN ARGENTINA.....	98
<i>EL MERCADO OTC EN ARGENTINA. PANORAMA:</i>	<i>98</i>
<i>LOS CDS COMO VALORES NEGOCIABLES:</i>	<i>100</i>
<i>LOS CDS COMO CONTRATO DE SEGURO:.....</i>	<i>105</i>
A MODO DE CONCLUSIÓN.....	133

PREFACIO

A principios de 2008, el sistema financiero norteamericano atravesaba una de sus épocas más promisorias. La confianza de los inversores había tornado en una fe dogmática e incuestionable en las bondades del capitalismo, el crédito era facilitado a manos llenas y la población media podía financiar sus sueños de corto y largo plazo a bajo costo. Esta imagen idílica escondía, sin embargo, un trasfondo caracterizado por la voracidad de los inversores -exigiéndose ganancias y rendimientos que otrora fueran considerados excepcionales-, niveles de especulación inusitados y una continua creación de nuevos productos financieros que se sumaban a diario al abanico que ofrecía el mercado.

Fue promediando el 2008 que se desató la tormenta que venía gestándose; tormenta que fue adquiriendo proporciones cada vez más catastróficas, hasta poner en vilo el propio sistema económico mundial. El ingreso de la economía norteamericana en un paulatino proceso de recesión y desempleo a partir de 2005 fue interpretado en un principio como una mera retracción cíclica. Sin embargo, a medida que más americanos fueron perdiendo sus fuentes de ingreso, la situación empezó a afectar las áreas de consumo, para luego contagiar al mercado hipotecario –apoyado esencialmente en préstamos otorgados a grupos de frágil solvencia financiera, que fueron los primeros en sufrir los embates de la recesión-, y seguir su raid destructivo impactando sobre los bancos de inversión y las compañías de seguro, golpeando fuertemente el principal activo del sistema financiero: la confianza del público. La situación alcanzó proporciones que solo tenían antecedentes en el crack de 1929 y que hacían temer un *revival* de la Gran Depresión de los años 30. Sólo una actuación conjunta de las agencias gubernamentales y los actores privados de primera línea (TARP, o *Troubled Asset Repurchase Program*) permitió disipar paulatinamente un riesgo de debacle total; produciéndose, en el medio, una verdadera refundación de los sistemas financieros de Estados Unidos y Europa, con un nuevo paradigma de sesgo regulatorio.

Como en todo evento de proporciones, las raíces de la crisis de 2008 fueron múltiples, configurando un complejo entramado de causas y efectos. Sin perjuicio de ello, fueron dos los elementos sobre los cuales se cargaron las culpas de estos sucesos: las hipotecas *subprime* -como disparadores genéticos de la crisis- y los *credit default swaps* (CDS) –como catalizadores de potenciación de sus consecuencias-.

Teniendo como disparador tales consideraciones, este trabajo tiene como objetivo presentar la figura de los *credit default swaps* en el medio local. Así, en el Capítulo I, se abordarán sus caracteres más relevantes –haciendo especial hincapié en el evento de crédito como elemento esencial de estos contratos-, analizando las diversas modalidades que se ofrecen y dando un somero panorama del mercado mundial de los CDS. Acto seguido, el Capítulo II analizará las ventajas y desventajas que tendrían estos derivados sobre los sistemas financieros, haciendo especial referencia a las opiniones de los especialistas en la materia; ello, a fin de determinar –como una primer conclusión- si los CDS son intrínsecamente nocivos para las economías, o bien si sus aportes pueden compensar y exceder sus deficiencias. El Capítulo III abordará las diversas herramientas que se han propuesto para regular los CDS; conectándose íntimamente con el Capítulo IV, en el cual se analizarán en concreto las normas aprobadas en diversos mercados del mundo que abordan específicamente la materia relacionada con este derivado particular. Todo ello, como invitación para que en el Capítulo V, se sopesen y proponga un primer acercamiento al encuadre que podría dársele a los CDS en nuestro país, en base a las particularidades de los mercados financieros locales. Finalmente, el Capítulo VI resumirá someramente el camino desandado.

Cierto es que Argentina no tiene un mercado de CDS de relevancia; de hecho, no existen estudios o registros que informen siquiera el volumen de este derivado en nuestro mercado financiero local. Mas tal circunstancia no debe conducirnos a una postura de comodidad y despreocupación sobre la materia; todo lo contrario, esto significa que nuestro país está en la inmejorable posición de poder regular este derivado financiero en forma anticipada, lo cual lo pone en una situación de privilegio frente a aquellos mercados que debieron sufrir una de sus peores debacles históricas para tomar cartas en el asunto.

ALGUNOS CONCEPTOS BÁSICOS

Definiciones: Las **Definiciones** son documentos emanados de ISDA, en los cuales se establece en forma homogénea el significado que debe dársele a los términos utilizados en los contratos estandarizados de CDS. Con ello, se pretenden reducir los costos de transacción entre las partes –tanto previos como posteriores a la firma del contrato- y facilitar la fungibilidad y circulación de los derivados.

En lo que hace específicamente al mercado de derivados, hoy se encuentran vigentes las “*Derivatives Definitions 2003*”, entre cuyas diferentes versiones –la última, de 2014- pueden optar las partes del contrato.

Derivados financieros: Grupo de contratos cuyos términos y condiciones –como el precio, la cantidad, las garantías y el plazo- “derivan” o dependen de un activo o producto subyacente (que puede consistir en activos financieros o *commodities*). Incluye categorías tales como los contratos a término (“*forwards*”); los contratos de futuros (“*futures*”); los contratos de opciones (“*options*”); y los contratos de canje (“*swaps*”). Pueden ser negociados tanto en mercados institucionalizados como en mercados *OTC*¹.

Los derivados financieros tienen como finalidad primordial, establecer una cobertura y transferencia del riesgo, para cubrirse de las fluctuaciones de precios, tipos de interés, o cualquier otra circunstancia que afecte los activos en general.

Derivados de créditos: Grupo de derivados financieros bilaterales del mercado *OTC* por los cuales una de las partes busca cubrirse del riesgo de crédito de un determinado instrumento² (obligaciones de pago de emisores públicos o privados) transfiriéndolo a la contraparte, a cambio de una prima periódica.

¹ COMISIÓN NACIONAL DE VALORES; (2007); “*Futuros y Opciones. Educación Mercado de Capitales*”; pp. 2-3.

² Desde un punto de vista amplio, el riesgo de crédito puede definirse como el riesgo de pérdidas derivadas del incumplimiento de sus obligaciones por el otro contratante, categoría dentro de la que cabe distinguir dos modalidades distintas, a saber: en primer lugar, el denominado riesgo de liquidación (en inglés, *settlement risk*), más conocido también como *riesgo Herstatt*, referido al riesgo que asume el contratante que ya ha cumplido con sus obligaciones, pero aún no ha recibido la contraprestación debida por el otro contratante (...); y en segundo lugar, el riesgo de coste de reposición (en inglés, *pre-settlement risk*), referido al riesgo de incurrir en una pérdida a causa del coste de reposición de un derivado financiero que haya resultado incumplido y que presupone una adecuada reflexión y

Entre los principales productos del mercado de derivados de crédito, pueden enumerarse las *permutas crediticias*, los *loan portfolio swaps*, los *total return swaps*, los *credit default swaps*, los *credit spread swaps*, las *opciones crediticias*, los *credit default option*, etc³.

ISDA: La Internacional Swap and Derivatives Association (ISDA) –nacida en 1985 como la International Swap Dealers Association- es una organización profesional privada que agrupa a los mayores actores del mercado de los derivados financieros. Su principal finalidad pasa por homogeneizar, consensuar y estandarizar los contratos de derivados e influenciar en las políticas normativas aplicables a los mismos –v.g., publica las Definiciones-, con el objetivo de potenciar la liquidez de esos mercados al tiempo que se incrementa la confiabilidad sobre los mismos.

Si bien existen a niveles regionales otras instituciones que nuclean participantes del mercado de derivados, la ISDA es la organización global por excelencia, en cuyo seno se discuten las políticas más relevantes en la materia. Actualmente, está compuesta por 863 miembros, los cuales tienen diversas categorías: **primarios** (entidades comerciales, bancos de inversión, mercantiles o comerciales u otra corporación, asociación u otra entidad que participe activamente con derivados como parte de su negocio); **asociados** (como corredores de bolsa, estudios jurídicos y/o contables, consultoras y todo otro prestador de servicios complementarios a miembros primarios); y **suscriptores** (corporaciones, instituciones financieras y entidades del gobierno que negocian privadamente derivados para administrar mejor los riesgos financieros).

Over the counter (OTC): son los mercados financieros no institucionalizados -es decir, aquellos en los que cada parte debe buscar su contrapartida para ejecutar su operación y negociar cada una de las cláusulas del contrato, a diferencia de los mercados organizados tradicionales-.

Las principales características de los mercados *OTC* son⁴:

valoración de dos factores, a saber: la probabilidad de incumplimiento de la contraparte y la magnitud potencial del valor positivo del contrato para la parte no incumplidora.

SANZ CABALLERO, J. I.; (2000); “*Derivados financieros*”; Madrid; Ed. Jurídicas y Sociales S.A.; pp. 87-90.

³ Para un excelente resumen de las diversas clases de derivados de crédito, ver RIVADENEIRA ZAMBRANO, A.; (2014); “*Los Credit Default Swap (CDS) o seguros contra cesación de pagos y su estructuración legal como garantía para los inversionistas*”; Quito.; Ed. Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador; pp. 69-72.

⁴ Comisión Nacional de Valores; *Op. Cit.*; p. 5-6.

- Contratos hechos a medida por las partes, en forma marcadamente privada, con bajo nivel de estandarización.
- Inexistencia de obligación de publicidad ni sujeción a los estrictos controles exigidos a los mercados institucionalizados.
- Inexistencia de mercados secundario, por lo que las posiciones asumidas por las partes no pueden ser canceladas en forma unilateral antes del vencimiento del contrato.
- Inexistencia de cotización o valor de referencia en un mercado formal.
- Las partes asumen todas las responsabilidades de la transacción, por lo que cada una de ellas enfrenta el riesgo de incumplimiento de la otra.

Prima de riesgo: es el sobreprecio que exigen los inversores para comprar valores negociables que presentan un riesgo superior al de aquellos títulos de referencia calificados como “libres de riesgo” (v.g. letras del Tesoro norteamericano). Dicho de otra forma: es la ganancia adicional que pretende el inversor por soportar el riesgo adicional de la operación.

Puntos Básicos (bps): es una forma de expresar las variaciones porcentuales de una magnitud. Un punto base o punto básico es la centésima parte (1/100) de un punto porcentual; es decir que equivale a un 0.01 %. Los puntos base evitan la ambigüedad entre discusiones relativas y absolutas en lo referente a tipos de interés tratando únicamente con el cambio absoluto en valor numérico de un tipo.

Saldo vivo nocional bruto: es la suma de los valores nominales de todos los contratos establecidos y no liquidados de una o más clases de derivados financieros, a una determinada fecha de corte, sin previo ajuste de las operaciones que supongan doble contabilidad por ser reportada simultáneamente por dos entidades declarantes. Suele ser considerablemente superior que el saldo vivo nocional neto, puesto que muchos derivados son reasegurados varias veces entre diversas entidades.

Éste indicador reviste utilidad para reflejar el tamaño del mercado del derivado en cuestión. Asimismo, la diferencia existente entre los saldos vivos nocionales bruto y neto, es indicativa del nivel de interconexión y/o de difusión de riesgos directa e indirectamente asumidos por los vendedores de CDS.

Saldo vivo nocional neto: es el valor resultante de tomar el saldo vivo nocional bruto de un derivado y descontarle las operaciones que supongan doble contabilidad por ser reportada simultáneamente por dos entidades declarantes.

Esta magnitud representa la protección máxima en caso de que ocurra un evento de crédito; o, visto desde otra perspectiva, el riesgo máximo asumido por el o los vendedores de CDS.

LOS CREDIT DEFAULT SWAPS

CARACTERES FUNDAMENTALES:

Los Credit Default Swaps (“CDS”) –también conocidos en el mundo de habla hispana como “*permutas de incumplimiento crediticio*”- se enrolan en el amplísimo género de los derivados financieros; más precisamente, en la especie de los derivados de créditos. Se trata de un contrato bilateral, consensual y oneroso, atípico en Argentina.

En su tipología tradicional (“*plain vanilla*” o “*vanilla CDS*”), los CDS presentan una **parte compradora** –usualmente, el tenedor del valor negociable subyacente, aunque podría no siempre ser así-, quien mediante el abono de una **prima** a la **parte vendedora** – comúnmente, una entidad financiera o una compañía de seguros-, obtiene de este último el compromiso de abonar la diferencia entre **el valor nominal del activo subyacente** y su **actual valor de mercado**, en el caso de que se produzca un **evento de crédito** durante el período durante el cual la protección ha sido contratada.

La **prima** se pacta como un monto anual proporcional medido sobre el valor nominal del activo subyacente, calculado en base a la prima de riesgo del valor negociable de referencia –aunque también pueden influir otros elementos contingentes⁵-. Generalmente, la prima se va abonando en pagos trimestrales o semestrales (*cupón*), cuyo valor varía conforme la evolución del activo subyacente entre una y otra fecha de pago.

Ilustremos esto con un ejemplo: la Sociedad A tiene en cartera un bono argentino (supongamos, Bonar 2024) por valor nominal de **1 millón de dólares**, y desea cubrir el riesgo asumido. En consecuencia, contratará un CDS sobre ese subyacente con el Banco B, acordando pagar la prima en forma trimestral. A la fecha del contrato (15 de diciembre de 2015), el riesgo-país argentino (es decir, la prima de riesgo) se sitúa en los 490 puntos básicos (*bps*); y el CDS sobre la deuda cotiza en **450bps**; consecuentemente, **a la fecha del primer pago trimestral** (que se realiza el mismo día de la contratación) **la prima será anual para cubrir el millón de dólares será de US\$ 45.000**. Como el pago es trimestral, en esa ocasión la Sociedad A deberá desembolsa **US\$ 11.250** (es decir, un cuarto de la prima anual). Tres meses después

⁵ BROTO, C. y PÉREZ QUIROZ, G.; (2011); “Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo”; en “*Banco de España. Boletín Económico*”; Madrid; Ed. Banco de España; *pássim*.

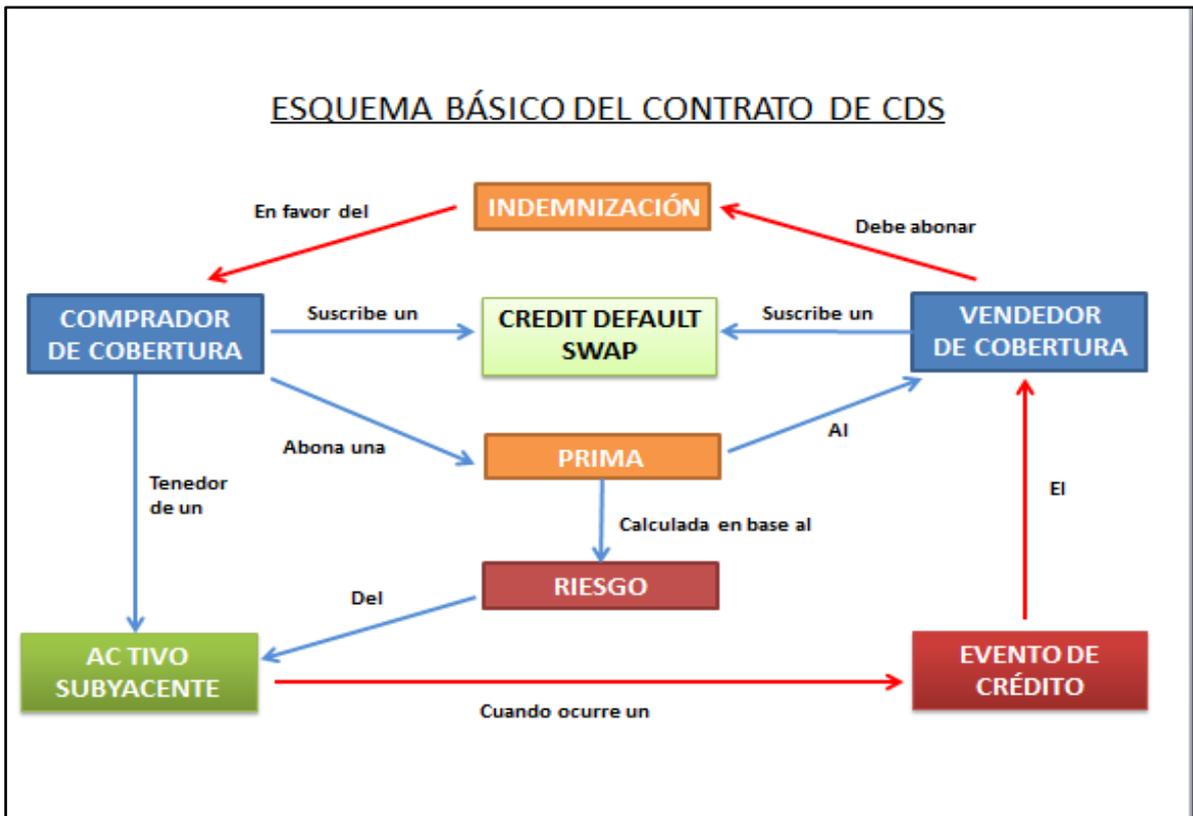
(15 de marzo de 2016) **el riesgo-país argentino ha bajado a 450bps**, lo cual ha reducido igualmente la prima del CDS, que ahora se encuentra en **435bps**. Ergo, la prima anual para cubrir el millón de dólares nominales, recalculada conforme la evolución del riesgo, será de **US\$ 43.500**; y el pago trimestral al Banco B será de **US\$ 10.875**.

Sin perjuicio de lo antedicho, en los últimos años la búsqueda de estandarización del mercado ha impulsado una nueva forma de instrumentación en el pago de la prima, que se aplica en los CDS estandarizados de Estados Unidos –aunque sus fundamentos siguen siendo los mismos, girando principalmente alrededor de la prima de riesgo del emisor-. En esta novedosa alternativa, la prima cual ésta se desdobra en dos componentes: el cupón se fija en uno de los dos únicos precios estándar admitidos –100 o 500 bps-; mientras que el mayor o menor riesgo real del activo subyacente, pasa a determinar el valor de un pago variable que se liquida junto con la prima –el *upfront fee*, que también se calcula en puntos básicos, denominados *upfront points* o simplemente *UFP*-; el cual será pagado por el comprador al vendedor –o viceversa- dependiendo de si el riesgo es mayor o menor –respectivamente- al monto de la prima estándar⁶. Asimismo, la nueva sistemática estandarizadora obliga a los compradores de cobertura a abonar el pago trimestral completo (*full first coupon*), sin importar en qué momento del trimestre estándar⁷ se suscribió el contrato. Ello generará, claro está, un saldo a favor del comprador por el plazo trimestral no cubierto, el cual será devuelto o compensado con el *upfront fee*, según corresponda.

Cabe aclarar que el tomador del CDS deberá también abonar al vendedor los gastos administrativos, impuestos, y demás rubros que conforman el premio del prestador de la cobertura.

⁶ WHITE, R.; (2014); “The Pricing and Risk Management of Credit Default Swaps, with a Focus on the ISDA Model”, en *“Open Gamma Quantitative Research n. 16”*; p. 3.

⁷ Conforme los contratos estandarizados de CDS, los trimestres vencen el tercer miércoles de Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre. Las reglas de estandarización serán explicadas con más detalle en otra sección de este trabajo.



Complejizando un poco más la estructura básica, se ha hecho común además que los compradores exijan garantías accesorias a la parte vendedora, como una forma de reaseguro ante una incapacidad de impago por parte de éstas. Asimismo, es de estilo que dichas garantías sean revisadas y readecuadas en función del devenir de los factores de riesgo más relevantes en la relación, tales como la calificación del crédito subyacente y la solvencia de la entidad vendedora del CDS⁸.

El CDS tendrá la duración que hayan acordado las partes, plazo durante el cual el comprador tendrá asegurado su riesgo frente a un evento de crédito (elemento esencial que analizaremos en profundidad más adelante). Producido éste, el vendedor del CDS deberá compensar la pérdida sufrida por el inversor cubierto, lo cual puede instrumentarse a través de dos modalidades: **liquidación por entrega física (*physical delivery*)** o **liquidación por compensación monetaria (*cash settlement*)**.

En la **liquidación por entrega física**, los títulos en default serán entregados por el comprador al vendedor –quien se convertirá en propietario de los mismos- y a cambio, éste entregará al comprador el valor nominal de los activos cubiertos. Ésta modalidad fue la

⁸ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L.; (2010); “El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias”; en “Boletín de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, Trimestre II; Madrid; p. 53.

originaria en los contratos de CDS, pero pronto reveló una serie de inconvenientes notorios: por un lado, el notorio incremento de “*naked CDS*” planteó la necesidad de instrumentar un mecanismo que permitiera percibir el pago de la cobertura sin tener que entregar los títulos (que el comprador no poseía en cartera); por el otro, obligaba a los vendedores a pagar el total del valor nominal y a recibir en cartera títulos “tóxicos” o carentes de *investment grade*, los cuales luego resultaban difíciles de vender en el mercado.

Por esa razón, pronto el mercado se volcó a la modalidad de la compensación monetaria, en la cual el vendedor determina la tasa de recuperación remanente del título –es decir, su valor remanente tras el evento de crédito-, para luego cancelar en efectivo la diferencia existente entre el valor original del título y el actual⁹. En este procedimiento, el inversor seguirá siendo el propietario del activo subyacente, sin tener que transferirlo al vendedor. Yendo un poco más allá, y con el afán de transparentar la fijación del valor de recuero y reducir el desgaste que existía al fijar el valor remanente para cada contrato, ISDA instituyó en sus Protocolos la modalidad de “**auction settlement**”, en la cual la entidad convoca a una subasta única en la cual se fija el remanente del valor nominal del activo¹⁰.

La negociación de estos productos se lleva a cabo en el tramo *over-the-counter* (“OTC”); es decir, ajeno al especial ámbito de contralor de las administraciones encargadas de tutelar la oferta pública. Como corolario de ello, los contratos de CDS se diseñan en forma privada y bilateral, conforme las necesidades particulares de las partes; y no están sujetos a obligaciones informativas o publicitarias –por lo menos, en la mayor parte de los casos¹¹–.

Ciertamente, la dinámica del mercado de derivados en general y de los CDS en particular, difumina los límites concretos de la figura. Tal es así, que casi cualquier derivado vinculado a un título de crédito podría hallarse comprendido en alguna de las variedades de

⁹ HULL, J. y WHITE, A.; (2000); “*Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk*”; Toronto; Ed. Joseph L. Rotman School of Management of the University of Toronto; pp. 3 y 4.

¹⁰ Ésta subasta se cumple en dos pasos: en una primera etapa, los tenedores del activo y los interesados en adquirirlos proponen, respectivamente, los precios de venta y compra que están dispuestos a aceptar. Del conjunto de ofertas aceptadas, surgirá un precio promedio, el cual se denomina “*inside market midpoint*” o IMM. En la segunda etapa, los interesados cuyas ofertas han sido aceptadas, podrán poner sus órdenes de venta o compra, de cuyo ordenamiento decreciente saldrá el precio final, que será el valor de recuperación definitivo. Éste valor no podrá variar de la IMM más allá de determinado porcentaje –ya sea en más o en menos-; caso contrario, el valor de recuero final será el IMM más o menos el porcentaje de variabilidad admitido.

¹¹ En otra sección de éste trabajo, veremos que algunos Estados han implementado ciertas obligaciones informativas para los actores del OTC en general y de los CDS en particular, aunque las mismas aún están en etapa embrionaria y cubren sólo una modesta parte del mercado.

CDS¹². Sin perjuicio de ello, resulta útil intentar algunas diferenciaciones, a fin de delinear los caracteres propios básicos de estos swaps.

En este contexto, por ejemplo, corresponde distinguirlos de los “*total return swaps*” (TRS), toda vez que los CDS no aseguran el rendimiento de un determinado activo subyacente, sino únicamente su repago en caso de que se produzca un evento de incumplimiento¹³. Dicho de otra forma: mientras que en el TRS, el vendedor asume tanto el riesgo de mercado como el de default, en los CDS, su cobertura únicamente alcanza a éste último (entendido el término como englobante de todos los eventos de créditos pactados).

Tampoco debe confundírseles con las *permutas crediticias*, aunque ambos consisten en un intercambio de posiciones sobre activos subyacentes como medio de reducción del riesgo asumido. La diferencia radica, en este caso, en el momento en que ese riesgo será cubierto al tenedor del título: mientras que el CDS, únicamente ello ocurrirá de existir un evento de crédito, las permutas crediticias son lisa y llanamente intercambios de valores negociables -en condiciones normales- entre dos carteras de títulos, de forma de reducir la concentración de las mismas y mejorar su calificación de riesgo mediante diversificación. Cuando dicho intercambio crediticio se realiza entre dos títulos con mínima o nula correlación de morosidad entre sí, el derivado se denomina *loan portfolio swap*.

Originalmente, los CDS fueron concebidos con la finalidad de transferir el riesgo de impago de un instrumento de crédito desde su acreedor hacia un tercero que se encuentra en mejor posición para soportar una eventualidad negativa sobre el valor negociable de referencia. A mayor abundamiento, muchas veces son utilizados por los tenedores de otros títulos diferentes pero correlacionados con el activo subyacente, como una alternativa de protección indirecta para su inversión. Como efecto suplementario, la cobertura de riesgo a través de CDS puede permitir a las instituciones bancarias y financieras sujetas a regulación, reducir su exposición al riesgo y consecuentemente, liberar parte del capital que deben tener inmovilizado ante un eventual default del título adquirido.

Sin embargo hoy, sin haber perdido la finalidad protectoria genética, su evolución les ha ido sumando otros usos más apetecibles para los inversores. En efecto, los tenedores de los activos subyacentes pueden obtener ciertas ganancias derivadas de la contratación de los CDS, basadas en las diferencias de precio que pueden surgir entre el derivado y su valor negociable

¹² TAVAKOLI, J.; (2014); “*Introduction to Credit Derivatives and Credit Default Swaps*”; p. 5. <http://www.tavakolistructuredfinance.com/cds/>

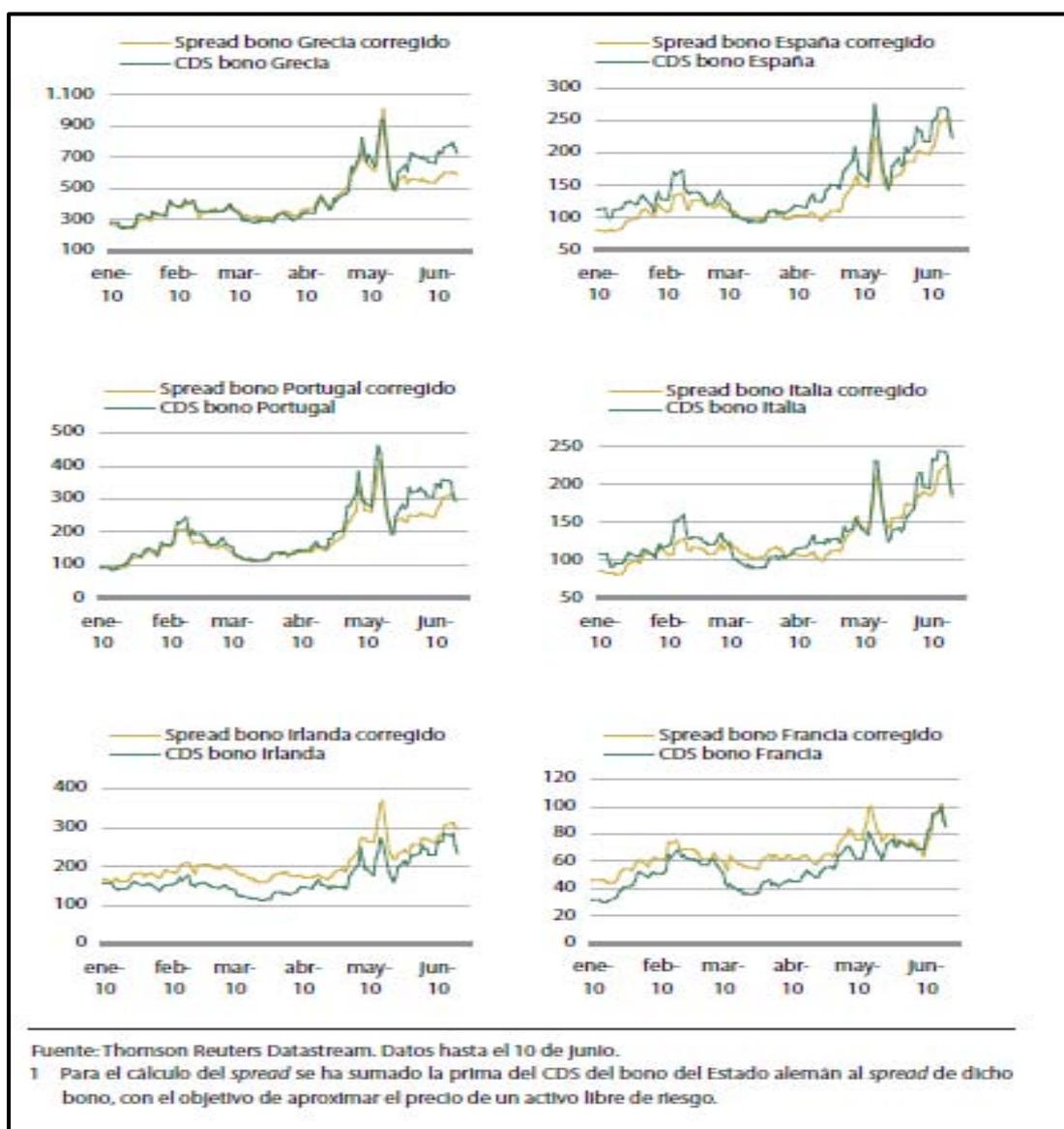
¹³ *Ibidem*; pp. 1-3.

de referencia ("*basis trading*"). Ésta alternativa parte del principio de que los CDS replican la evolución del activo subyacente –recuérdese lo ya explicado respecto del cálculo de la prima de cobertura-. A priori, en un mercado perfecto, ambas evoluciones debieran ser iguales, con lo cual el diferencial entre las mismas resultaría ser cero, o un valor muy cercano a éste. Sin embargo, en la realidad existen diversos factores y fricciones que pueden alterar ese equilibrio, existiendo períodos en los cuales el rendimiento de uno de los instrumentos es superior al otro (arbitraje). Así, cuando la prima de riesgo del CDS es más reducida que la del título de referencia ("*base negativa*"), el tenedor podrá protegerse a un costo menor al que naturalmente correspondería para ese nivel de riesgo y obtendría como ganancia libre de riesgo, el diferencial entre ambos *spreads*. Por el contrario, ante una "*base positiva*" –esto es, una prima de CDS mayor a la del título de referencia-, la ganancia se daría mediante la venta del activo subyacente y la constitución en parte vendedora de protección adherida al mismo, puesto que ésta última será más rentable que aquel¹⁴.

Por último, hay quienes directamente utilizarían los CDS como instrumentos de especulación financiera, totalmente ajenos a su función protectora original –punto que abordaremos *in extenso* en otra sección-.

¹⁴ PALLADINI, G. y PORTES, R.; (2011); "*Sovereign Cds And Bond Pricing Dynamics In The Euro-Area*"; Cambridge, Massachusetts; Ed. National Bureau of Economic Research; pp. 9-13. <http://www.nber.org/papers/w17586>

CORRELACIÓN ENTRE CDS Y BONO SOBERANO SUBYACENTE



15

MODALIDADES:

A partir de la figura básica de “*vanilla CDS*”, se han desarrollado alternativas negociales de la figura. En efecto, la negociación *OTC* permite a las partes acordar condiciones a la medida de sus necesidades, desplegando así un abanico de posibilidades en constante expansión.

¹⁵ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 55.

Así, por ejemplo, puede pactarse que la prima sea abonada en un única oportunidad al inicio de la relación (modalidad generalmente utilizada para los CDS de corta duración, y que actuarían como una especie de “*knock-in put option*”¹⁶ condicionada a la existencia de un evento de crédito), o preferirse el pago de la prima en cuotas a través de toda la vida del contrato. En referencia a ésta última clase, la obligación del comprador de abonar la prima se extiende hasta el término del plazo de la protección, o bien hasta la ocurrencia del evento de crédito (lo que primero ocurriese)¹⁷.

Por otra parte, el activo subyacente puede tratarse indistintamente de deuda pública o privada; asimismo, puede ser un único tipo de valor negociable, o bien componerse de un índice representativo de una cesta de créditos; la cual, a su vez, puede englobar sólo emisiones llevadas a cabo por una compañía o un Estado soberano determinado (“*single-name CDS*”), o por el contrario, valores negociables emitidos por diversas entidades (“*multi-name CDS*”)¹⁸.

Existe, no obstante, otra clase de CDS (denominados “*binaries*”, “*all-or-nothing*” o “*zero-one*”), en el cual las partes pactan lisa y llanamente el pago de un determinado monto en favor del comprador en caso de que se produzca el evento de crédito –monto calculado en base a las tasa de recupero históricas del mercado-, con total prescindencia del valor remanente efectivo que pudiere tener finalmente el activo subyacente. Ésta modalidad ha sido implementada principalmente en los CDS con compensación monetaria, al tornarse muchas veces excesivamente dificultoso poder establecer un valor de recupero cierto del título cubierto. Sin perjuicio de ello, los *binaries CDS* podrían exceder el mero objetivo de protección –sin perjuicio de que puedan conservarlo-, y convertirse en una fuente de enriquecimiento para el comprador, toda vez que la suma acordada puede exceder la real pérdida de valor sufrida como consecuencia del evento de crédito convenido; por esa razón, en esta modalidad el vendedor del derivado suele exigir una prima mayor por otorgar tal protección.

En una última etapa evolutiva –como una especie del género *CDS multi-name*-, encontramos “*nth-to-default*” (*N2D*) *CDS*, consistentes en carteras de CDS constituidos sobre diversos activos subyacentes, en los cuales se pacta que un evento de crédito comprensivo de la cartera completa. Este evento de crédito consiste en que determinada cantidad de valores negociables cubiertos en la cartera –de allí el nombre “*nth*”- hayan sufrido un evento de

¹⁶ Se denomina “*knock-in options*” a aquellas opciones que únicamente se tornan operativas –es decir, otorgan el derecho a ser ejercidas- una vez que el valor negociable de referencia alcanza un precio previamente pactado como condición de operatividad.

¹⁷ WHITE, R., *Op. Cit.*, p. 1

¹⁸ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 48.

crédito propio, que haya disparado la cobertura específica del mismo. Siguiendo este plan, una vez alcanzada la cantidad de eventos de crédito individuales acordada, el vendedor del CDS deberá pagar al comprador la cobertura por todos los títulos incluidos en la canasta, sin hacer distinción entre aquellos que se encuentren en default y aquellos que no lo estén¹⁹. La referida modalidad ha sido muy utilizada como medio de protección en los valores negociables emitidos por el bloque de mercados financieros emergentes –y especialmente, en referencia a los títulos públicos emitidos en estos-, en el convencimiento de que cuando uno o varios de tales Estados empiezan a incumplir sus compromisos, es altamente probable que el resto de los mercados de esta clase sufra un efecto contagio o cuanto menos, vea altamente comprometida su capacidad de hacer frente a futuros compromisos.

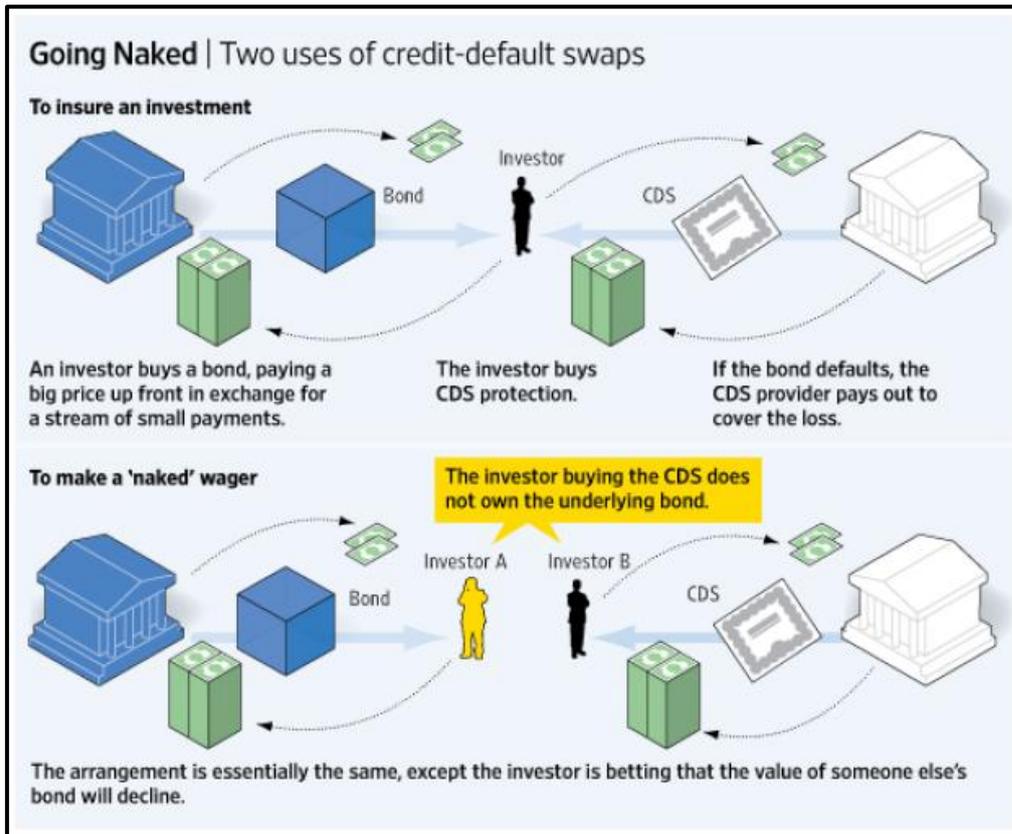
LOS “NAKED CDS”, UNA MODALIDAD ESPECIAL:

Sin perjuicio de lo antedicho, ciertamente la modalidad más trascendente de los CDS –por sus implicancias jurídicas y financieras- es la denominada “Naked CDS”. Ello, no sólo en función de su importancia cuantitativa –en 2009 constituían el 80% del valor vivo nominal neto del mercado²⁰-, sino porque su característica definitoria viene a trastocar los fundamentos mismos de la figura.

Se trata ni más ni menos que de CDS cuya parte compradora no es titular del activo subyacente, y ni siquiera lo tiene necesariamente en su cartera a título temporario.

¹⁹ KIFF, J. y OTROS; (2009); “*Credit derivatives: systemic risk and policy options*”; International Monetary Fund Working Papers; p. 5.

²⁰ KOPECKI, D. y HARRINGTON, S.; (2009); “*Banning ‘Naked’ Default Swaps May Raise Corporate Funding Costs*”; Ed. Bloomberg; p. 3.
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a0W1VTiv9q2A>



21

Pero, ¿es posible que haya contratos de protección cuyo adquirente no enfrenta en realidad el riesgo protegido? La respuesta al interrogante pasa por comprender que la finalidad primigenia del instituto desaparece en esta clase de CDS –o cuanto menos, tal finalidad se relativiza²²-, para dar lugar a su reconversión en un producto de inversión financiera en sí mismo, aprovechando que su precio suele replicar la evolución del activo subyacente.

Un exponente de esa condición son los fondos índices CDS: se trata de carteras que contratan “*naked CDS multi-name*” sobre una canasta de activos subyacentes y emiten certificados de participación a sus inversores, quienes especulan con la evolución que pueda tener el *rating* crediticio de los valores negociables de referencia²³.

²¹ FIDLER, S., ZUCKERMAN, G. y BASKIN, B., (10 de Marzo de 2010), “Swaps Come Under Fire: U.S. Regulators, European Leaders Seek More Oversight on Trades Derivatives”, en *The Wall Street Journal*, Nueva York, p. 5.

²² Veremos en otra sección de este trabajo, que quienes sostienen la conveniencia de permitir los “Naked CDS” alegan que son el único medio que tienen algunos tenedores de protegerse –en forma indirecta- del riesgo de los títulos con menor liquidez.

²³ En la actualidad, existen dos grandes familias de fondos índices de CDS: CDX e iTraxx. El índice CDX está compuesto de una canasta de swaps cuyos activos subyacentes son instrumentos de crédito emitidos por empresas norteamericanas y de mercados emergentes; el iTraxx, por su parte, los

Analizaremos con más detalle la cuestión de los “*naked CDS*” en otra sección de este trabajo.

EL EVENTO DE CRÉDITO:

El **evento de crédito** es tal vez el elemento más trascendental de un contrato de CDS –o, por lo menos, uno de los más importantes²⁴–: ya desde el mismísimo comienzo de la relación, es el temor a su ocurrencia lo que motiva al comprador a contratar una cobertura por parte del vendedor. Asimismo, su producción dispara la obligación principal del enajenante del CDS, a la vez que –generalmente- interrumpe las obligaciones de pago del adquirente, determinando en esa misma oportunidad el saldo positivo o negativo –en términos de utilidad- del contrato para cada una de las partes.

A guisa de resumen, podría arriesgarse –como definición comprensiva del grueso de los eventos de crédito existentes en el mercado- que un evento de crédito es todo cambio en los términos y condiciones de los créditos que impliquen una reducción o relativización de los beneficios comprometidos frente a los acreedores de tales deudas.

Obvia decir que resulta constante –y hasta incluso natural- que el incumplimiento de los pagos de capital y/o intereses debidos en razón del activo subyacente sea uno de los disparadores del swap; asimismo, suelen pactarse como eventos de crédito otras circunstancias tales como la reestructuración de los valores negociables, la reducción de intereses, la subordinación de los acreedores cubiertos por el CDS o el cambio de nominación del crédito a una divisa no permitida²⁵. En los valores negociables soberanos, se suman además el repudio de la deuda por parte del gobierno del Estado emisor, y el aceleramiento de los plazos de pago (que ocurre cuando el Estado emisor incumple el pago de otro valor negociable distinto al activo subyacente, lo cual generalmente está previsto en el prospecto de emisión como una circunstancia que habilita a los tenedores a reclamar el inmediato pago de todo el capital e intereses remanentes de su título). Generalmente, los eventos de crédito

cincuenta mayores credit default swaps sobre valores negociables provenientes del resto de los mercados (Europa y Asia).

Como regla, se emite una nueva cartera de “CDS multi-name” cada seis meses, y su precio se expresa en un cupón fijo, que refleja el promedio de primas de riesgo de las entidades comprendidas en la canasta.

²⁴ TAVAKOLI, J., *Op. Cit*, p. 6.

²⁵ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS; (2013); “A New Look At The Role Of Sovereign Credit Default Swaps”; en “*Global Financial Stability Report - Abril 2013*”; Fondo Monetario Internacional; p. 58

que se adoptan son los consagrados en las Definiciones, como un medio de conservar la estandarización y circulabilidad del derivado en el mercado financiero.

Sin perjuicio de ello, lo cierto es que las partes cuentan con total libertad para consignar como evento de crédito a cualesquiera circunstancias que decidan convenir. Así, por ejemplo, ha surgido una modalidad particular en el mercado –los “*contingent CDS*”- conforme la cual el evento de crédito es complejo: no sólo deberá producirse el default del activo subyacente cubierto, sino que además deberá darse alguna otra condición pactada por las partes (generalmente, la concreción de un nivel específico de algún indicador de un mercado particular o de la economía en general).

Resulta casi de Perogrullo destacar que la definición de la existencia (o no) de un evento de crédito deviene un hito determinante en el mundo financiero, definiendo que millones de dólares cambien de manos en un momento y conllevando un tremendo impacto sobre la posición crediticia del emisor del activo cubierto. Por esa razón, se ha buscado dejar esa decisión en manos de instancias de decisión que revelen profesionalismo y experiencia en la materia, pero que al mismo tiempo garanticen objetividad e imparcialidad en la toma de la decisión definitiva.

En este contexto, toma un relieve mayúsculo la figura de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA), institución en cuyo seno actúan los Comités de Determinación (*Determination Committees* o *DC*) sobre derivados de créditos. Los DC fueron creados por ISDA a través del Suplemento de Definiciones Marzo 2009 (el “Suplemento”) -que los incluyó en el Apartado 1.22 del Artículo I de las Definiciones 2003- y regulados en el Anexo A de aquel documento.

Los DC son consejos conformados por los principales partícipes del mercado de derivados, en el cual están representados tanto las partes vendedoras como las partes compradoras de estos instrumentos financieros (en total, doce *dealers*, nueve de relevancia global y dos de relevancia regional -diez con derecho a voto y dos sin derecho a voto-) como también actores financieros ajenos al mercado de los swaps (seis *non-dealers* -cinco con derecho a voto y uno sin derecho a voto-) ²⁶ y un representante de las entidades intermediarias

²⁶ A título ejemplificativo, el DC para América está actualmente compuesto por: **Dealers con voto:** Bank of America N.A., Barclays Bank plc, BNP Paribas, Citibank, N.A., Credit Suisse International, Deutsche Bank AG, Goldman Sachs International, JPMorgan Chase Bank, N.A., Morgan Stanley & Co. International plc, Nomura International plc; **Dealers sin voto:** Mizuho Securities Co., Ltd., Société Générale; **Non-dealers con voto:** BlueMountain Capital Management, LLC, D.E. Shaw & Co., L.P., Eaton Vance

que actúan en el *OTC* –es decir, de la Depository Trust and Clearing Corporation ("**DTCC**")²⁷-, sin voto; además, la propia ISDA actúa en cada uno de ellos como Secretaría. Todo ello, a fin de lograr objetividad y equilibrio en sus decisiones.

Para convertirse en miembro de un DC, la entidad interesada debe postularse formalmente ante la ISDA, identificando su calidad de *dealer* o *non-dealer*. Para el caso de los *dealers*, a partir de las postulaciones la DTCC realiza dos listas (una global y otra regional), ordenando a los candidatos según el volumen de transacciones de derivados que haya registrado en sus cuentas, y certificando que los mismos han cumplido con las directivas vigentes en el mercado y que no se encuentran incluidos en el listado de "Instituciones no Elegibles". Conformada la lista y no existiendo objeciones de los postulantes, los miembros de la DC se designarán conforme el orden en que allí se ubicaron –en el caso de los *dealers*- o según los criterios que estipula la normativa –en el caso de los *non-dealers*-, pudiendo optar aquellas entidades que cumplan con los requisitos normativos, entre la calidad de miembro votante o no votante. Tras ello, cada miembro firma un acuerdo con ISDA (el "Standard Agreement") y quedará entonces obligado a desempeñar su rol de miembro de la DC, hasta el fin de su mandato, hasta su renuncia o hasta que ocurra alguna de las situaciones estipuladas como causales de remoción²⁸.

Actualmente, existen cinco comités de determinación de derivados de crédito, uno para cada región mundial: América, Asia (excepto Japón), Australia-Nueva Zelanda, EMEA (Europa, Oriente Medio y África) y Japón. Las decisiones de los DC son obligatorias para todas las transacciones de derivados que se hayan sometido al Suplemento, al suplemento de Julio 2009 y/o a las Definiciones versión 2014 en su región de competencia, sean anteriores o posteriores a la fecha de entrada en vigor del documento que le resulte aplicable.

Ahora bien: ¿por qué resultan tan trascendentales estos DC? Pues porque cada uno de ellos en el ámbito geográfico de su competencia, **es el encargado de determinar si se ha**

Management, Elliott Management Corporation, Pacific Investment Management Co., LLC; **Non-Dealer sin voto:** Citadel LLC; **Intermediarios:** ICE Clear Credit LLC.

²⁷ DTCC es una sociedad norteamericana especializada en las actividades de clearing e intermediación en mercados financieros, actuando como contraparte central en millones de operaciones al día. Actualmente, es la compañía que más participación tiene en el mercado de clearing a nivel mundial, por encima de otras instituciones como Euroclear o Clearstream. Fue establecida en 1999 tras la fusión de los dos gigantes del mercado: The Depository Trust Company (DTC) y la National Securities Clearing Corporation (NSCC).

²⁸ Para una detallada explicación del proceso de selección y remoción de los miembros de los DC, ver ISDA, "*Credit Derivatives Determinations Committees Rules*", versión Marzo 2015, pp. 4 a 25.

producido un evento de crédito, así como también si se llevará a cabo una subasta de los valores negociables subyacentes, o bien se calculará el valor de recuperación.

Corresponde, llegado este punto, analizar cómo funciona este sistema de determinación de la existencia (o inexistencia) de un evento de crédito, cuestión a la que dedicaremos los próximos párrafos.

Ocurrida que sea una situación que pueda ser considerada como evento de crédito, cualquiera de los miembros de la ISDA pueden someter la cuestión ante el DC correspondiente dentro del término de 60 días, a fin de que éste se pronuncie al respecto. El procedimiento se inicia por una notificación del requirente a la Secretaría de la ISDA, identificando el hecho a analizarse, la regulación aplicable al contrato de derivados particular –Definiciones 2014 o Suplemento- y la información de acceso público que informe al DC la situación existente. Acto seguido, la Secretaría establecerá –en base a los antecedentes acercados por el requirente- cuál es el valor negociable subyacente alcanzado por el supuesto evento de crédito y qué tipo de derivados financieros pueden resultar afectados por dicha situación.

Establecido tales extremos, la Secretaría convocará a los miembros del DC correspondiente para discutir la cuestión sometida a su conocimiento –dependiendo la naturaleza de la materia, éstos podrán o no oponerse *in limine* al tratamiento de la misma- y establecerá las preguntas o interrogantes sobre los cuales deberá pronunciarse el organismo –sin perjuicio de que los miembros del DC pueden luego reformularla de considerarlo procedente-. Una vez conformado el DC, las reuniones deberán contar con el quórum mínimo estipulado para cada una de las convocatorias (primera, segunda y última): en la primera, por lo menos el 80% de los miembros votantes, de los cuales tres como mínimo, deben ser *non-dealers*; en la segunda, el 60% de los miembros votantes, sin importar ya la cantidad de *non-dealers* presentes; y sino, finalmente, el 50% de los miembros votantes.

Tras las discusiones y averiguaciones, el DC determinará la existencia o inexistencia del evento de crédito en el activo subyacente de referencia –y en caso afirmativo, la fecha precisa o estimativa en que ocurrió tal suceso-, debiendo cada miembro votante emitir su parecer en forma fundada, apoyándose en la información pública que se hubiera recogido. Asimismo, el DC determinará la procedencia de la subasta –salvo que la situación correspondiera a una de las excepciones reglamentariamente previstas²⁹- como medio de

²⁹ La opción preferente por el proceso de subasta fue adoptada a partir del Big Bang Protocol de marzo de 2009.

ejecución de las coberturas contratadas, determinando los caracteres principales de la misma –por ejemplo, los valores entregables en sustitución-.

Al respecto, se ha sostenido que de las propias Reglas surge cierta preferencia por las interpretaciones contextuales –no exegéticas- de las cláusulas del contrato bajo consideración; postura ésta que evitaría los formalismos extremos y que se condice mejor con el *expertise* comercial que se busca al conformar cada DC con mejores especialistas del mercado de derivados³⁰.

Adoptada la decisión definitiva, la misma será oficialmente informada a la ISDA, quien la publicará en su *website*. A partir de dicha publicación, la decisión del DC se tornará efectiva y obligatoria para todas las partes de los contratos alcanzados por la misma, según lo haya establecido el interrogante acordado³¹.

Existe, no obstante, una instancia de revisión de la decisión de la DC, a la que se accede en caso de que la decisión del órgano haya sido adoptada sin alcanzar la mayoría de 80% (denominada “Supermayoría” en el reglamento de ISDA)³². En tal supuesto, la Secretaría pondrá a disposición del DC una lista de actores financieros nominados para la tarea revisora (cada uno, un “*Pool Member*”), y el DC designará por unanimidad hasta cinco de tales sujetos – si no se logra tal acuerdo unánime, las vacantes serán asignadas por la propia Secretaría-, quienes conformarán el “Panel de Revisión”. A éste Panel le serán sometidas a consideración, la opción finalmente adoptada por el DC (el “DC Vote”), y la alternativa no adoptada que mayor cantidad de votos haya recibido; pudiendo los miembros del CD que las hayan sostenido respectivamente, exponerlas, explicarlas y defenderlas ante el Panel. Finalmente, el Panel decidirá entre las dos alternativas, bajo el siguiente sistema de votación: si el DC Vote fue adoptado por una mayoría mayor al 60% del DC, únicamente podrán dejarla de lado con el voto unánime de los miembros del Panel; si, por el contrario, el DC Vote hubiese sido

³⁰ GELPERN, A. y GULATI, M.; (2012); “CDS Zombies”, en “*European Business Organization Law Review*”, Edición n° 13; Ed. T.M.C. Asser Press; p. 365. <http://dx.doi.org/10.1017/S1566752912000274>

³¹ Para mayores detalles del procedimiento que aquí se perfila, ver ISDA, “*Credit Derivatives Determinations Committees Rules*”, versión Marzo 2015, pp. 25 a 47.

³² La primera formación de un Panel de Revisión tuvo lugar en Diciembre de 2009, con relación a los CDS sobre los valores emitidos por CEMEX (Cementos Mexicanos S.B.A. de C.V.); asimismo, los Paneles de Revisión tomaron relevancia en Enero de 2015, cuando el DC constituido para tratar el evento de crédito vinculado a la sociedad administradora del Caesars Palace de Las Vegas no alcanzó la “supermayoría” y debió recurrirse a la etapa de revisión.

aprobado por un porcentaje menor, el Panel podrá aprobar la otra opción con dos tercios de los votos de sus miembros³³.

Ahora bien: sin perjuicio del aceitado mecanismo que hemos descrito y del alcance casi absoluto que tiene el mismo respecto de todos los CDS circulantes a nivel mundial, éste sistema no está exento de críticas. En efecto, una parte de la comunidad financiera ha cuestionado severamente los criterios de elegibilidad tanto de los miembros de los CDS (ya que éstos tienen notables intereses –en posición compradora o vendedora, dependiendo del caso concreto - sobre los CDS respecto de cuyo evento de crédito deben resolver); se agrega, además, que poca transparencia aporta la existencia de instancias de revisión, cuando los miembros de los Paneles son elegidos por los propios partícipes de los DC. Finalmente, se alega que la cláusula de indemnidad que contiene el Reglamento de los DC (Sección 5.1), otorga impunidad a los partícipes para digitar las decisiones según su conveniencia³⁴.

Tal argumento tomó fuerza especialmente durante las discusiones que siguieron a la reestructuración de la deuda soberana griega en 2012. Ante la caótica situación de las finanzas helenas, el gobierno de Atenas y el Banco Central de la Unión Europea aprobaron un plan de reestructuración de los bonos griegos, por el cual se disponía la quita de hasta un 50% del valor nominal de los valores negociables alcanzados, siempre que la propuesta fue aprobada por una mayoría calificada de dos terceras partes de los tenedores (cláusula de acción colectiva). Finalmente, Grecia obtuvo las conformidades necesarias e impuso la reestructuración a todos los acreedores, incluyendo a aquellos que se habían opuesto a la propuesta. Ante tal situación, los disconformes que habían contratado CDS sobre los bonos griegos, solicitaron a la ISDA que se expida respecto de la existencia de un evento de crédito. Y fue aquí donde el sistema demostró ciertos visos de parcialidad: en un primer momento, y ante la presión del propio Banco Central Europeo y las “sugerencias” de algunos bancos con grandes posiciones vendedoras³⁵, el DC anticipó que su decisión iría en el sentido de que la reestructuración de la deuda griega no disparaba los CDS comprometidos. Sólo después de

³³ Para más detalles sobre el proceso de revisión, ver ISDA, “*Credit Derivatives Determinations Committees Rules*”, versión Marzo 2015, pp. 47 a 54.

³⁴ POLLACK, L.; (2011); “*The conflicted ISDA Committee*”, publicado en <http://ftalphaville.ft.com/2011/12/14/799341/theconflictedisdacommittee/>
Asimismo, WHITTAL, C., (2011), “*IFR-Defending the ISDA Determinations Committee*”, en <http://uk.reuters.com/article/2011/08/08/derivatives%ADisda%ADdc%ADifr%ADidUKL6E7J81Z7201108081/4>

³⁵ Por ejemplo, los bancos franceses, *Credit Agricole*, *BNP Paribas* o *Société Générale*, mantuvieron posiciones considerables en la economía griega, que los obligó a realizar provisiones importantes para cubrir posibles pérdidas, con el temor de ser rebajados en sus calificaciones de crédito. THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS, (23 de junio del 2010), “La crisis griega causa estragos en los balances de los bancos europeos”, en *Diario El Comercio*, Quito; citado por RIVADENEIRA ZAMBRANO, A.; *Op. Cit.*, p. 53.

protestas de tenedores y voces de sospecha sobre la imparcialidad de la resolución, el DC convocó a reuniones extraordinarias y finalmente, resolvió aquello que en un principio parecía el camino más lógico: declarar el evento de crédito y disparar las coberturas de los CDS. Sin embargo, el camino hacia la decisión dejó sobrevolando la idea de que en alguna oportunidad, el DC podría tener intereses subjetivos en la resolución del caso bajo análisis.

A mayor abundamiento, algunas críticas parten de la falta de pautas orientativas para los miembros de los DC, al liberarlos de la obligación de investigar y coleccionar antecedentes vinculados a la cuestión sometida y permitiéndoles incluso apartarse de sus pronunciamientos previos (no sujeción a antecedentes) al resolver una nueva consulta. Agregan a ello que no existen procedimientos efectivos de exclusión por “intereses contrarios” y que ISDA poco esfuerzo hará en monitorear la actuación de las entidades participantes, cuando ellas mismas son quienes dan vida, fondos y recursos humanos a la asociación³⁶.

PANORAMA DEL MERCADO DE CDS:

Desde su creación por JP Morgan a mediados de la década de 1990³⁷, los CDS han desempeñado un rol cada vez más relevante en los mercados financieros más desarrollados.

Para el año 2000, el mercado de CDS había alcanzado el volumen de US\$ 900.000 millones; pero aún en dicho período, seguía siendo un nicho pequeño, con pocos y muy profesionalizados actores intervinientes, que recurrían al mismo como una forma de proteger sus inversiones y reducir sus encajes de riesgo requeridos por la normativa financiera.

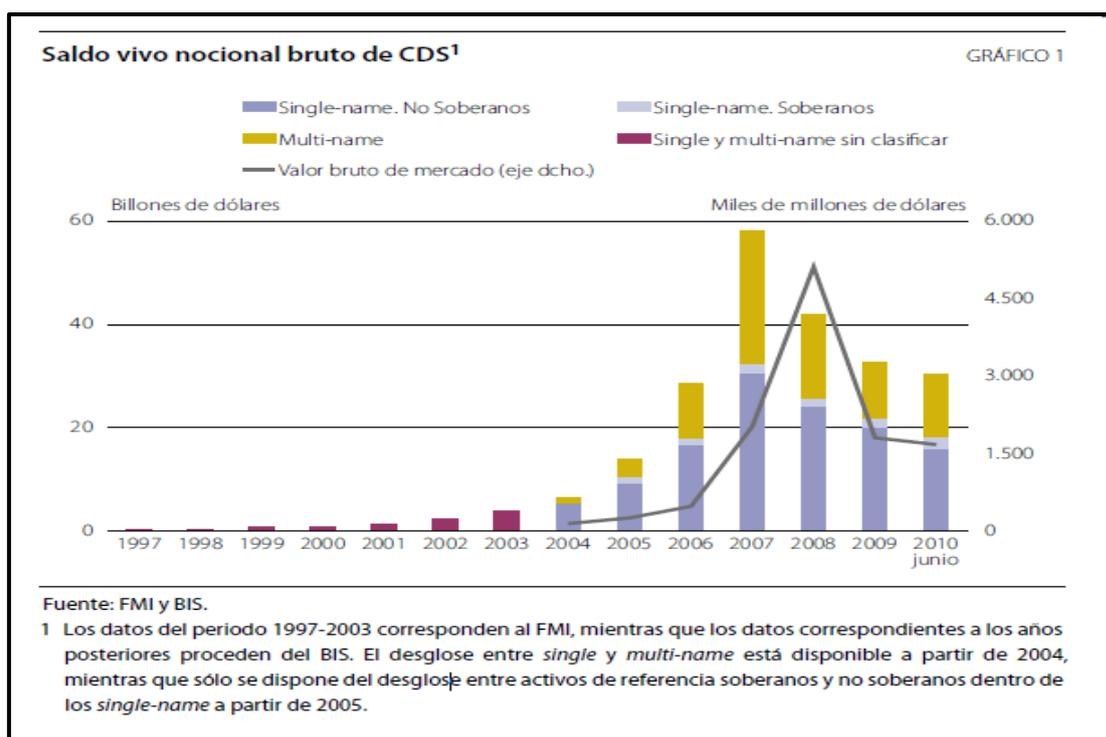
Fue precisamente en el inicio del nuevo milenio, cuando los CDS iniciaron su expansión más vertiginosa, como resultado de una conjunción de factores: por un lado, el desarrollo de un creciente mercado secundario de derivados -impulsado por los progresos de estandarización y la aceleración de las comunicaciones-, lo cual amplió el conjunto de participantes en estos contratos, mejorando la liquidez del nicho pero prescindiendo a la vez de un control a conciencia respecto de la capacidad de las partes de hacer frente a las

³⁶ ROSNER, J., (2014); “Credit Event, or not? Is another Market being Manipulated?”; en “*The Weekly Spew*”; Ed. Graham Fisher & Co; *pássim*.

³⁷ Para una pintoresca narración de la concepción primigenia de los CDS, ver PHILLIPS, M.; (2008); “*How Credit Default Swaps Became a Timebomb*”; pp. 1-3; en www.newsweek.com/how%ADcredit%ADdefault%ADswaps%ADbecame%ADtimebomb%AD892912/4.

obligaciones asumidas. Al mismo tiempo, los CDS fueron elegidos como el vehículo predilecto para securitizar toda una serie de vehículos de inversión que se encontraban en pleno auge.

Como consecuencia de todo ello, para 2007 el volumen estimativo del saldo vivo nacional bruto de CDS alcanzaba la friolera de 45 billones de dólares –la mitad de los cuales correspondía a “*naked CDS*”³⁸-, llegando a un pico de 58 billones de dólares durante el segundo semestre de ese año³⁹ y constituyéndose en la segunda clase de derivados más comercializada del mundo (detrás de los swaps de interés y por delante de los de divisas)⁴⁰.



41

Claro que, tras la profunda crisis del sistema financiero en 2008 y la etapa de recesión que le siguió durante el lustro siguiente, el mercado de los derivados de créditos sufrió una contracción, de la cual aún no se ha recuperado del todo. En efecto, en 2012 se estimaba que el saldo vivo nacional bruto de derivados de crédito en los Estados Unidos alcanzaba los 24.3 billones de dólares⁴²; cifra que se ha reducido levemente en 2013 (21 billones) y 2014 (19 billones). Tal reducción de volumen está también emparentada con las nuevas regulaciones adoptadas en la materia –las que analizaremos más adelante en detalle–,

³⁸ ZABEL, R.; (2008); “*Credit Default Swaps History: From Protection to Speculation*”, en <http://www.rkmc.com/resources/articles/creditdefaultswapsfromprotectiontospeculation>; pp. 2-3

³⁹ AUGUSTIN, P.; (2012); “*Sovereign Credit Default Swap Premia*”; Stockholm School of Economics; p. 7

⁴⁰ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT; (2014); “*Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2014*”; p. 2.

⁴¹ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., Op. Cit., p. 49.

⁴² TAVAKOLI, J., Op. Cit, p. 1.

que han limitado la autonomía de los sujetos contratantes y reducido la “cobertura multiplicadora” que era moneda corriente antes de la crisis financiera. En términos relativos, la participación de los CDS en el total del mercado OTC es relativamente modesto, manteniéndose en un promedio de 5% (mientras que los derivados basados en las tasas de interés concentran el 78% de este mercado)⁴³.

Así y todo, no puede pasarse por alto que el saldo vivo nocional sigue siendo más que relevante, ni perder de vista que las cifras alcanzadas en 2007 fueron absolutamente excepcionales y desproporcionadas, al punto de producir la peor debacle financiera desde la Gran Depresión.

De todo este universo de CDS, sólo una pequeña parte corresponde a los denominados “CDS soberanos” (es decir, aquellos cuyo activo subyacente es un título emitido por un Estado o entidad perteneciente al sector público). Para Junio de 2013, esta clase particular sólo representaba poco más de un décimo del saldo vivo nocional bruto mundial de CDS⁴⁴, tendencia que se mantiene en los últimos años. Ello no obstante, lo cierto es que a partir del año 2008 y del agravamiento de la crisis europea, ésta participación de mercado se ha incrementado lenta pero constantemente. Las razones son múltiples y complejas; no obstante, destaca por un lado, la situación imperante en Grecia, que ha preocupado profundamente a los tenedores de sus títulos de deuda; y por el otro, la circunstancia de que algunos inversores están ahora buscando CDS que los cubran frente a la deuda soberana de Estados con mercados avanzados (v.g., España, Italia y Alemania, entre otros). Sin perjuicio de ello, aun hoy es considerablemente baja la cantidad de inversores que se cubren frente a dichas economías (apenas un 3%), frente a la proporción que se registra en lo referente a los Estados conceptuados como mercados emergentes (que en promedio, alcanzan el 19%)⁴⁵.

Por otra parte, también se han producido cambios en la estructura de los valores negociables subyacentes del mercado de CDS. Así, mientras que en 2004 el ochenta por ciento del mercado eran *single-name CDS*, para 2011 el panorama era notoriamente distinto: el 44% de estos derivados correspondía a la categoría de *multi-name CDS*⁴⁶. En otra faceta estadística de los activos subyacentes, vale rescatar que la mayor proporción de CDS sobre entidades privadas a Junio de 2014 provienen del sector no financiero (7 billones de dólares, equivalente

⁴³ AUGUSTIN, P., (2012), *Op. Cit.*, p. 6.

⁴⁴ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT; (2013); “*Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2013*”; p. 25

⁴⁵ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS, *Op. Cit.*, p. 61.

⁴⁶ AUGUSTIN, P., (2012), *Op. Cit.*, p. 6.

al 34% del mercado); seguido por el sector financiero (5 billones de dólares) y por los CDS mixtos (3 billones de dólares). En su gran mayoría (13 billones de dólares) los activos subyacentes cuentan con *investment grade*, sin perjuicio de lo cual hay un tercio del mercado de CDS (7 billones de dólares) cuya entidad de referencia tienen calificación negativa o carecen de ella en absoluto⁴⁷.

En lo que refiere a los actores del mercado de CDS, más de la mitad de los contratos denunciados fueron constituidos por *reporting dealers*⁴⁸ (66,81%); seguidos por los bancos and otras entidades financieras (21.54%) y los fondos de riesgo (5,31%)⁴⁹. Por otro lado, una importante proporción de la participación vendedora de estos derivados está en manos de compañías aseguradoras.

Finalmente, las estadísticas revelan que sólo el 19% de los contratos relevantes de CDS son totalmente nacionales; esto es, que tanto la parte vendedora como la compradora estén domiciliadas en el mismo Estado. Dato éste, que revela la transnacionalidad características de este mercado y destaca la importancia de lograr una normativa homogénea entre todos los bloques financieros⁵⁰.

⁴⁷ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT; (2014); *Op. Cit.*; p. 6.

⁴⁸ Se denomina "*reporting dealers*" a aquellos sujetos participantes del mercado de valores norteamericano que están obligados a informar sus posiciones en títulos del Tesoro a la Reserva Federal de Estados Unidos; éste grupo se constituye mayormente por las diferentes clases de agentes bursátiles y compañías de inversiones.

⁴⁹ AUGUSTIN, P., (2012), *Op. Cit.*, p. 8.

⁵⁰ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT; (2014); *Op. Cit.*; p. 6.

LA DISCUSIÓN

Los derivados financieros en general –y los CDS en particular- han sido sindicados como uno de los principales generadores del riesgo sistémico del sistema capitalista que desembocó en la crisis global desatada en 2008⁵¹; acusándolos de vehiculizar la especulación irresponsable y de ser instrumentos de distorsión de la transparencia de los mercados. Por el contrario, otra corriente de pensamiento defiende los beneficios de esta clase de activos financieros, apoyándose principalmente en su rol como potenciador del volumen de transacciones financieras y mitigador de los riesgos ínsitos a las mismas, cuya consecuencia directa es el aumento de las inversiones en proyectos y negocios no convencionales.

UN CASO EMBLEMÁTICO:

Sin lugar a dudas, el caso que lanzó a los CDS al centro de la discusión financiera mundial, fue lo ocurrido con la aseguradora norteamericana American International Group (AIG) durante la crisis de 2008.

Durante el primer lustro del siglo XXI, los CDS se habían convertido en uno de los instrumentos financieros preferidos del mercado. Los círculos financieros norteamericanos, en un clima de exacerbado optimismo, pregonaban que los CDS eran un *win-win* para las entidades bancarias y aseguradoras, puesto que ganaban una interesante prima debiendo enfrentar un muy improbable riesgo de default.

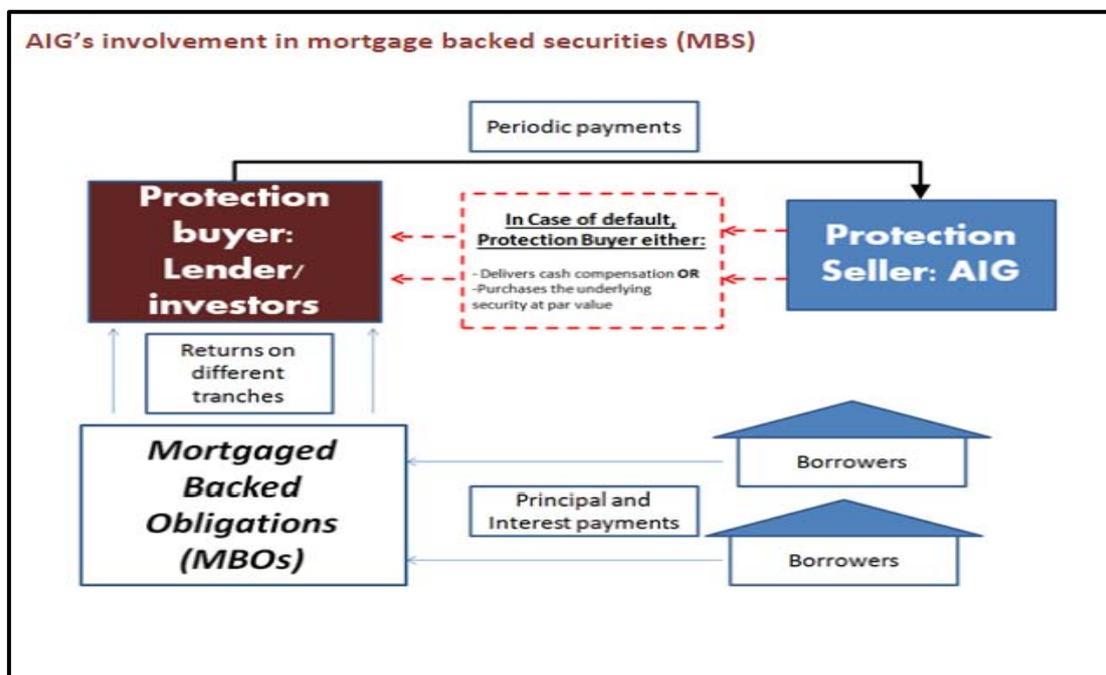
En este contexto, una de las subsidiarias de AIG –AIG Financial Products- había contratado como parte vendedora, CDS por cifras millonarias –unos 440.000 millones de dólares⁵²-, tanto en forma directa a los titulares de los títulos, como en forma indirecta como reaseguradora de otros vendedores de CDS. El activo subyacente predominante de esos derivados eran los Collateralized Debt Obligations (CDO), cuyos propios activos subyacentes eran a su vez deudas hipotecarias securitizadas (*mortgage-backed securities*, o MBS)⁵³. La

⁵¹ MURDOCK, Ch. W.; (2013); “Credit Default Swaps: Dubious Instruments”, en *Harvard Business Law Review Online*; Ed. Harvard University Press; p. 134

⁵² DAVIDSON, A; (2008); “*How AIG fell apart*”; Ed. Reuters; p. 1.

⁵³ Los CDO son títulos de participación emitidos por fondos de activos o *pools*, cuyos activos subyacentes (denominados *collateral*) son generalmente préstamos o instrumentos de deuda. El inversor que compra un CDO soporta el riesgo de crédito del *collateral*; riesgo que reviste diversos niveles, ya que se emiten CDO en diversos tramos de *seniority*, con lo cual puede llegarse a casi todo el espectro de inversores.

concentración de riesgo en esta clase de títulos se debió, en gran medida, en que las agencias de calificación les habían otorgado un rating de AAA. A ello, se sumaba la estadística resultante de los cálculos computarizados, que cruzando toda la data existente en el mercado, arrojaban una probabilidad de impago promedio de los CDS en general –esto es, sin distinguir conforme su activo subyacente- de tan solo 0,15%⁵⁴.



Pero, a diferencia de la gran mayoría de los vendedores de *credit default swaps*, AIG optó por no posicionarse en ambas bandas del mercado –esto es, por no reasegurar sus coberturas mediante la adquisición de un CDS ulterior-, probablemente con la intención de mantener el interesantísimo margen de ganancias que estos derivados le producían –alrededor de 3.000 millones de dólares anuales⁵⁶-. De esta forma, aumentó sustancialmente su nivel de *leverage* y concentró gran parte del riesgo del mercado inmobiliario sobre la institución.

Complementariamente, las agencias gubernamentales de regulación estaban lejos no sólo de dimensionar el volumen notional que había alcanzado el mercado de CDS, sino incluso

Para un análisis más detallado de esta figura, ver GARCÍA ESTÉVEZ, P.; “*Collateralized Debt Obligation (CDO)*”, en <http://www.afi.es/EO/CDOs.pdf>.

⁵⁴ DENNIS, B. y O'HARROW, R. Jr.; (30 de Diciembre de 2008); “*A Crack in the System*”; en *The Washington Post*, en <http://washingtonpost.com/wp-dyn/contact/article/2008/12/AR2008122902670.html>

⁵⁵ ZHOU, X; (18th May 2013); “*AIG, Credit Default Swaps and the Financial Crisis Executive Summary*”; en “*Risk Data Report*”; RISK MANAGEMENT SOCIETY; p. 3.

⁵⁶ GETHART, G., “*Falling Giant: A Case Study Of AIG*”, en <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp>.

de contar con las herramientas necesarias para poder poner coto a la oleada de contrataciones de cobertura que se estaba viviendo⁵⁷.

Fácil es anticipar el desarrollo de la historia: cuando los deudores hipotecarios entraron en crisis y dejaron de pagar sus créditos, los tenedores de los CDO voltearon en conjunto y reclamaron a AIG su cobertura ante la producción del evento de crédito ocurrido. Al mismo tiempo, estas millonarias obligaciones asumidas por la aseguradora llevaron a Moody's (y luego, al resto de las calificadoras) a bajar rápidamente el *rating* crediticio de AIG, dificultando su financiamiento y obligándolo constituir nuevas seguridades para cumplir con las normativas y obligaciones contractuales asumidas –por ejemplo, los propios CDS preveían que ante una reducción de calificación, AIG debía constituir contragarantías suplementarias por 13.000 millones de dólares-. Debiendo enfrentar todas estas demandas en forma simultánea, AIG se encontró ante una situación terminal de falta de liquidez para cumplir con las obligaciones asumidas, y a las puertas de la bancarrota y la liquidación.

Ya desde en el último trimestre del 2007, las pérdidas contables de AIG los 5.290 millones de dólares. La publicación de tales resultados contables en el primer trimestres de 2008 –que arrojaron una reducción de ganancias inter-trimestral de un 56%- hundió el valor de las acciones de AIG en un 7,5%.

La Reserva del Estado de Nueva York intervino en la situación y concedió una línea de crédito por 85.000 millones de dólares para que la aseguradora hiciera frente a los reclamos de los inversores que habían contratado CDS, pero el monto transferido pronto quedó reducido a cero ante la enorme cantidad de pagos adeudados. En ese punto, tan solo la ayuda del Gobierno Federal –consciente del nefasto impacto que la caída del gigante tendría en la situación de profunda crisis que se atravesaba en 2008- logró rescatar a AIG de una muerte segura. La asistencia financiera otorgada por el sector público alcanzó entonces los 180.000 millones de dólares.

Decisión muy criticada por gran parte del sistema financiero norteamericano, en el entendimiento de que se estaba salvando a una entidad que había caído en desgracia –y arrastrado a otros a su paso- como consecuencia de su ambición ilimitada y especulación irresponsable, cargando el costo de tal medida sobre los contribuyentes; mientras que otros justificaron la intervención convencidos de que era la única forma de evitar la debacle total del sistema financiero, ya malherido por la caída de Lehman & Brothers unos pocos días antes y

⁵⁷ ZHOU, X. *Op. Cit.*, p. 5.

que con la caída de AIG “habría derivado en una crisis financiera de la magnitud de la de 1930, con catastróficas consecuencias” –en palabras del entonces titular de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben Bernanke, en su exposición ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes del Congreso-. Máxime, teniendo presente que el mayor comprador de cobertura de AIG –un tercio del total- era otro de los gigantes de Wall Street, Goldman Sachs⁵⁸.

LOS CDS COMO FACTORES DE DESESTABILIZACIÓN:

Quienes se enrolan en el bando más crítico de los CDS, despliegan una vasta artillería de razones para mirar con recelo la multiplicación de esta clase de contratos en los mercados globales.

Ante todo, estos instrumentos financieros no escapan a la crítica que es patrimonio común de todos los derivados: su finalidad meramente especulativa. Como es sabido, la idea fundante del mercado de capitales es otorgar un espacio en el cual el ahorro público se vuelque a la creación de actividades productivas.

Una segunda base de cuestionamiento se sustenta en la supuesta “naturaleza destabilizante” de los CDS. La mentada crítica parte del siguiente modelo: todo aumento en el riesgo del valor negociable de referencia conduciría a un aumento del precio de la prima de su respectivo CDS; ésta circunstancia, a su vez, incrementaría el costo de financiación del emisor de aquel activo, puesto que los inversores buscarán compensar el aumento del gasto que les significa asegurarse ante el evento de crédito. A su vez, éste incremento en las tasas de interés perjudicará los resultados financieros del emisor, lo cual incrementará obviamente el riesgo de impago; luego, nuevamente redundará en un incremento en las tasas de interés, y en el consiguiente castigo a las utilidades –o, tal vez incluso peor, en una rebaja en la calificación de riesgo del título⁵⁹-, para seguir de esa forma en un círculo vicioso que puede llegar a

⁵⁸ TAVAKOLI, J.; (2009); “I Retract My Apology and Call for More Regulation of Goldman Sachs”; p. 1; en <http://www.tavakolistructuredfinance.com/goldmanaigbailout/retract/>.

⁵⁹ HULL, J., PREDESCU M. y WHITE, A.; (2004); “The Relationship Between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, And Credit Rating Announcements”; Toronto; Ed. Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto; p. 20 y ss.

Según estudios desarrollados por estos autores, existe una pronunciada correlación entre las modificaciones de las calificaciones de riesgo y la evolución de las primas de los CDS. Conforme sus conclusiones, los CDS anticiparían la evolución de las calificaciones de riesgo de la entidad emisora, como preludio de la rebaja de la calificación crediticia –por el contrario, esa correlación se hace menos pronunciada cuando se trata de un escenario de mejora de la calificación-. Sin embargo, no han hallado

destruir la confianza en el emisor del producto financiero subyacente y catapultar un verdadero evento de crédito⁶⁰. Los CDS se convertirían, en tal caso, en catalizadores de una verdadera “corrida financiera” contra el emisor, sin que hubiera existido originalmente una real situación de riesgo de incumplimiento. Ciertos estudios han demostrado que esos efectos desestabilizadores no son constantes ni necesarios, pero que existe una clara tendencia a que se vean potenciados a medida que el emisor del activo subyacente va perdiendo calidad crediticia ante los mercados⁶¹.

Peor aún serían las consecuencias de tales escenarios cuando se han pactado garantías supletorias dinámicas entre las partes del CDS, pues en ese caso la espiral no sólo arrastraría a los emisores de los activos afectados, sino que además pondría en grave riesgo la situación patrimonial del vendedor y podría incluso disparar un entrecruzamiento de desbalances financieros entre todos los oferentes del mercado.

Es que, como oportunamente se explicara, uno de los factores que inciden sobre el nivel de contragarantía exigido por el comprador a su contraparte, es el nivel de riesgo del o de los activos subyacentes. Lógico es, entonces, que ante un aumento de tal riesgo, el adquirente de cobertura solicite mayor respaldo a su garantía. Si esta situación resulta generalizada –v. g., una crisis económica- las demandas de incremento de respaldo se disparan, obligando a la parte vendedora del CDS a contratar nuevos reaseguros y/o a pasar a reserva más activos. En cualquiera de los dos casos, ello aumenta de los costos fijos y disminuye el capital disponible para aplicar a los negocios de la entidad, con lo cual al disminuir sus utilidades –probablemente, en un panorama ya de por sí desalentador y recesivo-, debilita su situación patrimonial y, consecuentemente, su solvencia. Y precisamente, la solvencia de la vendedora es otro de los elementos que inciden en la determinación de la contragarantía: ergo, esta situación aumenta aún más la exigibilidad de un respaldo supletorio, con los efectos negativos ya consignados sobre su patrimonio. Será cuestión de tiempo para que la entidad vea castigado su *credit rate* por parte de las calificadoras de riesgo, lo cual a su vez conducirá a una mayor dificultad para obtener financiación y/o contragarantías de terceros para hacer

evidencia de que una vez rebajada la calificación, ello aumente a su vez la prima de los CDS, lo que llevaría a concluir que ya el mercado ha internalizado el *downgrade* o *upgrade* del riesgo para cuando las calificadoras determinan el cambio de *rating*.

⁶⁰ PORTES, R.; (2010); “Ban Naked CDS”, en *EUROINTELLIGENCE*, *pássim*; del mismo autor, ver también (2012), “*Credit default swaps: Useful, misleading, dangerous?*”, pp. 1/2, en <http://www.voxeu.org/article/creditdefaultswapsusefulmisleadingdangerous>

⁶¹ DELATTE, A.L.; GEXY, M. y LÓPEZ VILLAVICENCIO, A.; (2011); “Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis?”; en “*Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, No. 3, 2012”; <http://ssrn.com/abstract=1917219>

frente a la delicada situación. Máxime, si se diese la circunstancia de que el mismo vendedor de CDS tuviere en cartera propia una considerable posición del activo subyacente, lo cual ya de por sí castigaría aún más su solvencia.

Asimismo, se ha explicado que la correlación entre los activos subyacentes y sus respectivos CDS resulta del propio principio de arbitraje de títulos, conforme el cual los valores negociables correlacionados se ajustan naturalmente los unos a la evolución de los otros para lograr el equilibrio y neutralidad entre sí⁶².

Y eso no es todo: si reparamos en que los grandes actores del mercado de CDS son empresas que apoyan su negocio en el apalancamiento y en la confianza del público inversor – v.g., entidades financieras y aseguradoras-, no es difícil imaginarse la dramática situación a que podría conducir la espiral descrita. Y si –yendo aún más allá-, agregamos el condimento de que la misma entidad es a su vez reaseguradora de otros vendedores de CDS, podemos comprender que los compradores de éstos últimos probablemente también exijan nuevas seguridades a sus contrapartes, multiplicando así el ciclo que se viene exponiendo.

Una crítica similar a la recientemente expuesta, es la que profesa que los CDS podrían crear incentivos para distorsionar los mercados, tanto en las partes compradoras como en las vendedoras.

Así, por un lado, se hace referencia al *moral hazard* ínsito en el traslado de riesgo que permiten los CDS. Es que, si los acreedores saben que pueden asegurarse totalmente contra el riesgo de *default* de un crédito, es probable que no sean tan estrictos al momento de analizar la posibilidad de repago del mutuante⁶³.

Como reverso de esa misma moneda, las partes vendedoras se verían incentivadas a promover la aplicación de medidas no ortodoxas, con la sola finalidad de evitar la consumación de un “evento de crédito”. Partiendo de la desastrosa experiencia sufrida por AIG, no resulta descabellado imaginarse a los vendedores de CDS adoptando medidas conjuntas a fin de mantener artificialmente a flote un activo subyacente para no verse obligados a desembolsar sumas millonarias a quienes contrataron su cobertura sobre el mismo; sobre todo, en aquellos

⁶² TAVARES, C.; (2011), “*The CDS bond spreads debate through the lens of the regulator*”; p. 3 en <http://www.voxeu.org/article/underregulatorsmicroscopecreditdefaultswaps>.

Sin embargo, PALLADINI G. y PORTES R.; (2011); *Op. Cit.*, pp. 12-13 enumeran y analizan una serie de factores que pueden retardar e incluso impedir el arbitraje entre los activos y sus derivados, perpetuando la base negativa o positiva, según corresponda.

⁶³ ZHOU, X. *Op. Cit.*, pp. 5 y 6.

escenarios en los cuales el nivel de riesgo agregado asumido por dichas entidades es de tal magnitud que puede poner en serio riesgo su propia solvencia, y la del mercado financiero en su conjunto. En este sentido, hay quienes sostienen que la constante política desplegada en Europa para mantener a Grecia a flote -pese a su notorio estado de insolvencia-, sería un ejemplo de artificialidad económica tendiente a la evitación de un “evento de crédito”.

Por otra parte, otro de los argumentos pasa por la naturaleza no regulada de dichos contratos derivados. En efecto, siendo un producto financiero cuya génesis y negociación se realiza en el *OTC*, su contratación no está sujeta a los regímenes de transparencia y publicidad que son exigidos para las transacciones en los mercados de capitales institucionalizados; mucho menos, al control especializado de las autoridades competentes en esa materia. En consecuencia, ni las partes de otros CDS ni los demás participantes del sistema financiero tienen acceso a información sobre ofertas de compra y de venta de este producto, sus cantidades y/o sus precios. A eso, ha de sumarse que los datos *ex post* publicados en la materia, rara vez contienen información diaria sobre transacciones reales sino, más bien, valores medios publicados con un cierto retraso⁶⁴.

Más allá de la loable intención de transparentar las transacciones y facilitar la información en tiempo real para los demás actores del mercado, lo cierto es que ésta concepción netamente privada del mercado de CDS no sería de por sí un aspecto criticable.

No obstante, esa primigenia conclusión es controvertida por quienes sostienen –tal como vimos- que los CDS tienen un efecto directo sobre la cotización de los valores negociables subyacentes, los cuales sí se encuentran regidos por las normas de transparencia. Siguiendo con su razonamiento, se asegura que ésta “corrida” podría ser digitada por cualquier operador financiero de cierta preponderancia en el mercado, el cual a través de un movimiento de relativa envergadura podría iniciar una especie de “bola de nieve” financiera para llevar a los valores negociables subyacentes o a la propia entidad emisora a un terreno que le resulte más conveniente a sus planes.

Por otro lado, se ha sostenido que la seguridad y respaldo que pretenden garantizar los Credit Default Swaps no es más que una ilusión; especialmente, cuando los eventos de crédito son de tal magnitud que pueden llegar a afectar la solvencia de los grandes actores de los mercados financieros. En tal sentido, las dudas existentes respecto de la decisión de ISDA de no considerar a la emisión de títulos paralelos de deuda griega como un verdadero evento

⁶⁴ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 54.

de crédito por subordinación de acreedores, llevan a sostener que tras la crisis del 2008, los vendedores de CDS ponen en práctica complejos mecanismos para evitar tener que cubrir a sus clientes, poniendo en definitiva sobre éstos últimos la carga de soportar la pérdida de valor del activo subyacente.

También se ha desmentido el supuesto efecto reductor de tasas y costos de financiación que conllevarían los CDS. Al respecto, se explica que siendo la reestructuración de la deuda uno de los típicos eventos de crédito que disparan la cobertura del título –por equiparársela a una situación de incumplimiento-, ésta alternativa equivaldría a un default para el emisor; a diferencia de lo que ocurriría ante un activo subyacente no cubierto, en el cual la refinanciación de los pasivos es una herramienta útil y previa para evitar el incumplimiento del deudor. Ante esta limitación de las alternativas de solución, los inversores exigirían un mayor interés de riesgo al emisor del título⁶⁵.

LOS CDS COMO FACILITADORES DE FINANCIACIÓN Y FUENTES DE INFORMACIÓN:

Así como la crisis de 2008 es el hito fundamental desde donde parten todas las críticas de los detractores de los CDS, quienes se encuentran en las antípodas de tal postura consideran que lo ocurrido con AIG fue un hecho único y accidental, cuyas causas deben buscarse en la deficiente –y según algunos, deshonesto- conducción de la aseguradora por parte de Joseph Cassano⁶⁶, y no en las características propias del negocio de los CDS. Ensayan, entonces, toda una serie de argumentos con la finalidad de contrarrestar las críticas que hemos analizado hasta aquí.

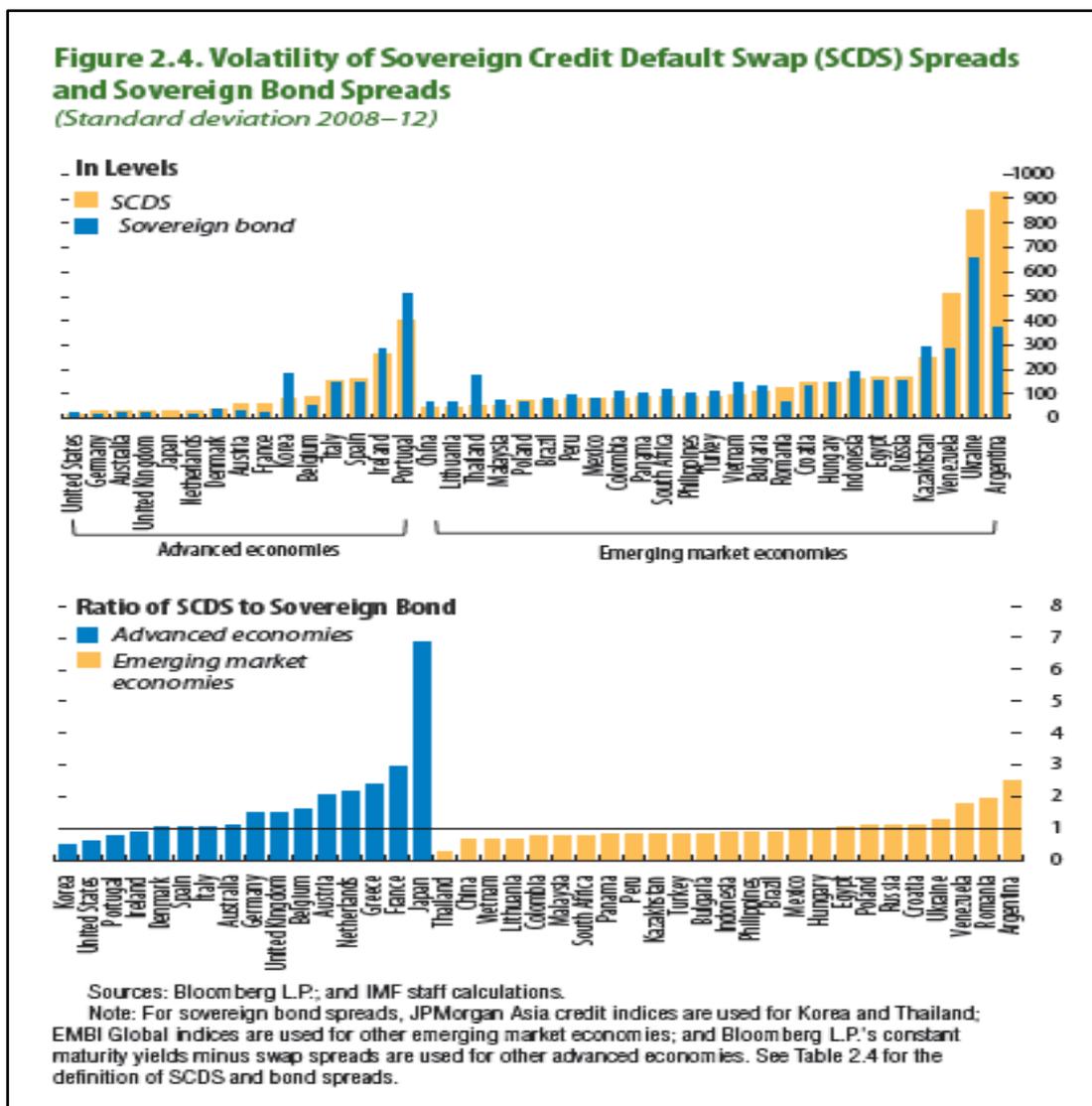
Así, en primer lugar, se asegura que la calificación de “desestabilizantes económicos” resulta totalmente injusta. En este sentido, si bien se han detectado cierta volatilidad incrementada en los mercados de CDS ante escenarios de presión económica, lo cierto es que en general estos derivados no registran mayor volatilidad que el resto de los mercados de derivados existentes, tanto en períodos de estabilidad financiera como en la mayor parte de los escenarios de crisis estudiados⁶⁷. Asimismo, otros estudios han demostrado que en la

⁶⁵ CHE, Y. K. y SETHI, R., (2010), “*Economic consequences of speculative side bets: The case of naked CDS*”; en <http://www.voxeu.org/article/economicconsequencesspeculativesidebetscasenakedcds>. pp. 2-3.

⁶⁶ ZHOU, X. *Op. Cit.*, p. 6.

⁶⁷ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS; *Op. Cit*; pp. 66-67.

mayor parte de los casos, no existe grandes diferencias de volatilidad entre las cotizaciones del activo subyacente y las del CDS constituido para su cobertura:



68

A mayor abundamiento, consideran infundados y carentes de respaldo, los temores de que estos derivados puedan ser utilizados para influir sobre los valores negociables subyacentes del régimen de la oferta pública. En este sentido, cuando se hace referencia a que los precios de los valores negociables siguen la evolución de las primas de los CDS por una relación de causa-efecto, los defensores de los Credit Default Swaps niegan la existencia de tal vínculo, apoyados en los resultados de ciertos estudios empíricos.

Por el contrario, la razón del paralelismo se halla en que el principal elemento de la fórmula de cálculo de las primas de los CDS, es precisamente la prima de riesgo del activo

⁶⁸ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS; *Op. Cit.*; p. 63.

subyacente, que se determina por los mismos factores que influyen sobre el activo subyacente⁶⁹. Recuérdese en este punto, que salvo las situaciones de *arbitraje*, la prima de riesgo del título y el precio de su cobertura evolucionan en forma similar, con un diferencial cercano a cero. Así, las variaciones en los indicadores contables y financieros del emisor del activo subyacente repercuten en forma muy parecida tanto en la cotización del valor negociable de referencia como en el precio de su cobertura. Similar es también la conducta en ambos mercados frente a alteraciones en las condiciones microeconómicas o en la situación del mercado financiero, tanto en períodos de normalidad como en situaciones de *stress* económico⁷⁰.

En resumen: ante el incremento de la posibilidad de un evento de crédito en el activo subyacente –sea por circunstancias relativas a su emisor, o bien por factores micro o macroeconómicos–, se producen dos reacciones independientes y autónomas entre sí: por un lado, las primas CDS se incrementan; por el otro, el valor del referido activo disminuye. Pero estas consecuencias no se dan una en función de la otra, sino que son reacciones naturales y lógicas de todo mercado.

Acentuando el argumento de la independencia de ambos mercados, se afirma que resulta altamente improbable que puedan darse operaciones en los mercados de CDS dirigidas a afectar intencionadamente los precios de los activos subyacentes, puesto que éste último mercado suele tener un tamaño muy superior al de CDS, con lo cual el volumen negociado en éste difícilmente pueda alcanzar a tener un efecto sensible en aquel⁷¹. A eso cabría agregar que al no haber un sistema de publicidad en tiempo real que informe sobre los precios y condiciones de contratación de los CDS, los inversores del activo subyacente no tendrían una información cierta y fidedigna que influya como factor en su negociación del valor negociable.

Y entonces, ¿por qué generalmente⁷² la rectificación del precio de los CDS precede en el tiempo a la de los activos subyacentes? Pues porque estos derivados, al ser negociados en un ámbito bilateral, reaccionan con más prontitud ante variaciones en el riesgo percibido⁷³, especialmente en situaciones de crisis; mientras que los valores negociables subyacentes, al

⁶⁹ Para un análisis completo de los factores que influyen sobre la evolución de los CDS soberanos en particular, ver AUGUSTIN, P., (2012); *Op. Cit.*; pp. 11-16.

⁷⁰ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS; *Op. Cit.*; p. 63-64.

⁷¹ AUGUSTIN, P.; (2012); *Op. Cit.*; p. 8.

⁷² Se han registrado varias situaciones en las que los activos subyacentes han reaccionado con mayor celeridad que sus respectivos CDS a las alteraciones de los factores económicos. Ver GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS, *Op. Cit.*, p. 66-67.

⁷³ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*; p. 56.

negociarse en mercados abiertos que causan un efecto morigerador y compensador, tienden a aceptar las variaciones de forma más paulatina.

En este punto, la supuesta crítica a los CDS se convierte en una de sus características más ventajosas: su rápida reacción ante las variaciones de los factores económicos funciona como un anticipo de lo que más tarde o más temprano, ocurrirá en el mercado del activo subyacente. En este contexto, los CDS poseen un *price discovery power* que lo constituye en una invaluable fuente de información tanto para los inversores como para los propios emisores, puesto que les permite anticiparse a los movimientos de cotización de los valores negociables y tomar los recaudos pertinentes⁷⁴.

Por otro lado, se afirma que los CDS inyectan liquidez a los mercados de los activos subyacentes, reduciendo la volatilidad de los mismos y ampliando la base de inversores. Ello así, porque la posibilidad de cubrir el riesgo asumido incentiva a los inversores a asumir mayores posiciones en el valor negociable de referencia. En consonancia con este efecto de reducción de la percepción del riesgo por parte de los inversores, la existencia de CDS tendería a reducir las tasas de riesgo requeridas por los prestamistas a los emisores de los títulos. Estas consecuencias han sido reconocidas incluso por la normativa de la Unión Europea, conforme se explicará en el capítulo respectivo.

Por último, los CDS podrían tener un interesante efecto multiplicador de los fondos bancarios, reduciendo con ello el costo general de financiamiento bancario. En efecto, una regla común del sistema monetario moderno es el requisito de encaje mínimo que –en diversa medida- se exige a las entidades financieras como forma de cubrirse ante eventuales impagos por parte de sus deudores; requerimiento también vale respecto de las posiciones de acreedor asumidas respecto de valores negociables representativos de deudas. Obviamente, esa constitución de reservas reduce la base monetaria disponible para aplicación a otras finalidades y, como corolario necesario, encarece el crédito a los particulares. En tal contexto, los CDS pueden constituirse en una útil herramienta sustitutiva de tales encajes: al trasladarse el riesgo de impago a un tercero, la entidad financiera no se verá obligada a congelar fondos para hacer frente a un eventual impago de sus deudores, puesto que ello será asumido por el

⁷⁴ PAN, J., y SINGLETON, K. J.; (2008); "Default and Recovery Implicit in the Term Structure of Sovereign CDS Spreads", en *The Journal of Finance* n° 63(5); Ed. The American Finance Association; pp. 2345-2384.

vendedor del CDS. Liberados esos fondos, la entidad podrá aplicarlos al financiamiento de proyectos más productivos para la sociedad, y todo ello a una tasa de interés menor⁷⁵.

UNA PRIMERA CONCLUSIÓN:

Llegados a este punto del análisis, y habiendo sintetizado las ventajas y contingencias que los especialistas han identificado respecto al mercado de los CDS, puede arriesgarse una primera conclusión respecto de los CDS y su aceptación o prohibición en el mercado financiero local. Y en tal sentido, se anticipa desde ya una opinión favorable de este instrumento financiero, sin perjuicio de que en una ulterior etapa de análisis debamos discutir qué encuadre darle a tal recepción en el ámbito local.

No puede perderse de vista que las ventajas que ello reportaría al mercado financiero: reducen el costo de financiamiento; dispersan el riesgo de impago de los valores negociables, lo que en las entidades financieras tenedoras de los mismos traduce en una mayor disponibilidad de fondos para otorgar mutuos a actividades productivas; al tiempo que incrementa la liquidez del mercado del activo subyacente y actúan como elementos de *price discovery*.

En este contexto, más que prohibir su contratación, sería recomendable rodearla de las medidas y controles necesarios para evitar que los CDS se conviertan en instrumentos de mera especulación y contradigan su finalidad, concentrando el riesgo en vez de dispersarlo. En pocas palabras, si se logra imponer límites claros y efectivos a las desventajas de este derivado, sus ventajas compensarían con creces los riesgos que su recepción conlleva.

Ello así, por abreviar en la idea de que las estructuras financieras y jurídicas no son acertadas o nefastas por sí mismas, sino en razón de la forma en que son utilizadas por quienes se sirven de ellas. Y ciertamente, la mayor parte de las críticas que se analizaron *supra*, no tienen su núcleo en la maldad intrínseca del instituto objeto de este estudio, sino que son avisos de alerta sobre las consecuencias que un abuso de tales instrumentos podría deparar al sistema financiero. Bien visto, este debate es más bien un apéndice del enfrentamiento entre quienes defienden la autonomía de la voluntad –el imperecedero *laissez-faire*– como principio orientador de la actividad comercial, frente a aquellos que se pronuncian por un mayor control

⁷⁵ Vale aclarar que este escenario ocurrirá siempre y cuando la ganancia marginal derivada de esos mayores préstamos para la entidad financiera, resulte superior al costo de cobertura (prima) del CDS.

por parte de las autoridades o agencias estatales sobre los actores del sistema financiero y las herramientas que éstos emplean en sus transacciones.

En efecto, quienes fustigan al mercado de CDS, hacen hincapié en la falta de publicidad y control que caracteriza a estas contrataciones, lo que las convertiría en herramientas idóneas para influir sobre los activos subyacentes sin caer bajo la órbita de contralor de las agencias que monitorean el mercado de capitales sujeto a las reglas de la oferta pública. Asimismo, enarbolan los casos de AIG y Lehman & Brothers como paradigmas de las nefastas consecuencias derivadas de la inexistencia de un control gubernamental sobre los niveles de concentración de riesgo de las entidades vendedoras de CDS y su impacto en la economía global.

Por el contrario, quienes defienden este instrumento financiero, afirman que los casos mencionados fueron de naturaleza excepcional, debidos a malas estrategias comerciales de las mencionadas compañías; afirman, como contrapartida, que la inmensa mayoría de los actores del mercado de CDS no sufrieron especiales desbalances en sus situaciones patrimoniales como consecuencia de ser vendedores de éste derivado, lo que revela que en general, las mismas entidades oferentes han sabido limitar los riesgos asumidos y preparar planes de contingencia exitosos ante una de las mayores crisis de la historia económica contemporánea.

Como corolario de lo antedicho, veremos en breve que las soluciones propuestas para mantener la vigencia de los CDS tras la debacle de 2008, se apoyan todas en la idea de permitir una mayor intervención estatal sobre los mismos, ya sea en forma directa –mediante el control de una agencia gubernamental, o el respaldo de una entidad central sobre los créditos generados- o bien por vía indirecta –a través de la obligación de publicidad de la información derivada de las contrataciones producidas en el mercado de los CDS-. Por esa razón, entendemos que el foco de la discusión pasa hoy en día por establecer cuál es el nivel óptimo de regulación y contralor al que deben ser sometidos estos –y otros- derivados financieros, de forma tal de reducir el riesgo sistémico, pero sin desalentar la utilización del instrumento por los inversores.

PROPUESTAS REGULATORIAS

Como se explicara anteriormente, los CDS saltaron a la palestra durante el profundo cimbronazo que sufrió el mercado financiero mundial en 2008. Fue precisamente a partir de ese momento, que los Estados y organizaciones públicas y privadas iniciaron el proceso de regulación de los derivados financieros en general y de este instrumento en particular, intentando reducir su riesgo sistémico sin afectar sensiblemente sus ventajas negociales y sin incrementar los costos en proporciones tales que desincentive la contratación de estos productos.

Durante el último lustro, ha habido un marcado progreso en la implementación de las medidas regulatorias recomendadas para los mercados *OTC*. En este contexto, los principales puntos de trabajo se han dado en cuestiones tales como la exigencia de mayores requerimientos de capital para las partes de derivados financieros, el establecimiento de sistemas de compensación centralizados, y las obligaciones de información y reporte respecto de los contratos concertados⁷⁶.

Dado el nivel de integración de los mercados de capitales, la comunicabilidad de los buenos y malos desempeños de las economías, y la fácil circulación que pueden tener los derivados financieros entre los inversores de diversas jurisdicciones –recuérdese que al negociarse *OTC*, no estarían a priori sujetos a la necesidad de contar con previa autorización administrativa para ser comercializados-, un elemento esencial para lograr la eficacia regulatoria buscada, es la de cohesionar en la mayor medida posible las políticas a adoptarse por cada Estado en particular. En tal sentido, se promueve el constante diálogo e intercambio de información entre las entidades regulatorias implicadas, multiplicándose en este lapso el número de paneles y organizaciones multilaterales tendientes a lograr la homogeneidad buscada.

No obstante, las notorias diferencias estructurales y contingentes entre los diferentes Estados participantes resultan ser una limitante de compleja solución. Más aún, estas desigualdades crean incentivos y posibilidades de que algunos actores del mercado financiero trasladen sus contrataciones a aquellas jurisdicciones de menor control, logrando así eludir las exigencias –y consecuentes costos- que suele acarrear la implementación de las nuevas regulaciones. Por otra parte, aún se encuentra muy poco avanzada la articulación de

⁷⁶ Conforme los principios sentados en la Declaración de Pittsburg dada por los Estados Miembros del G-20 en Septiembre de 2009, Puntos 10 a 16.

protocolos o acuerdos entre los gobiernos a través de los cuales se repartan eficientemente las funciones de control, de forma tal que no se dupliquen sin sentido los requerimientos exigidos a los actores financieros de actividad transnacional⁷⁷.

ALGUNAS PROPUESTAS PARA LA REGULACIÓN:

Cámaras de Contrapartida Central:

Ya se explicó en otra sección, que la inclusión de garantías por parte de la vendedora de los CDS puede llegar a ser un respaldo insuficiente en escenarios de crisis generalizada; asimismo, se dijo que lo mismo puede predicarse respecto del respaldo otorgado por un tercero, especialmente cuando empieza a tejerse una red de entrecruzamientos de garantías entre las entidades vendedoras.

En este contexto, se han propuesto otras alternativas de reaseguro en las cuales la salvaguardia no provenga ya de sujetos inmiscuidos en el negocio de los swaps, sino de algún tercero de reconocida solvencia cuyo respaldo no se vea seriamente comprometido ante situaciones económicas particularmente complicadas. Entre ellas, una de las de mayor predicamento es la conformación de **cámaras de contrapartida central (o “CCP”, según sus siglas en inglés)**, sujetas a una estricta supervisión en cuanto al control de riesgos y a los niveles de capital vigentes en todo momento; y con acceso a facilidades de financiamiento estatal o mecanismos de intervención pública ante situaciones de gravedad⁷⁸. En pocas palabras: apelar a la institucionalización del mercado como un medio de evitar sus desequilibrios.

Tal como lo explicara Erik Sirri, Director de la “*Division of Trading and Markets*” de la Securities Exchange Commission (SEC), una de las prioridades del Grupo de Trabajo Presidencial sobre Mercados Financieros –comisión formada para estudiar las vías de refundación del sistema financiero norteamericano- fue supervisar la implementación de servicios de contrapartes centrales para los CDS, como medio trascendental para reducir el riesgo de las

⁷⁷ FINANCIAL STABILITY BOARD; (7th November 2014); “*Eight Progress Report on Implementation of OTC derivatives market reforms*”; pp. 35-37. Para más detalle sobre los desafíos, propuestas y avances logrados en esta materia, véase FINANCIAL STABILITY BOARD; (18th September 2014); “*Jurisdictions’ ability to defer to each other’s OTC derivatives market regulatory regimes*”.

⁷⁸ CECCHETTI, S., GYNTELBERG, J. y HOLLANDERS, M.; (2009); “Central counterparties for over the counter derivatives”; en *BIS Quarterly Review Septiembre de 2009*; p. 54.

contrapartes –ya que el mismo sería asumido por el CCP- y mitigar el riesgo sistémico potencial derivado del mismo⁷⁹.

Las CCP son entidades intermediarias entre las partes de un contrato de derivados, que se colocan en el medio de la relación unitaria existente entre aquellos, y la desdobra en dos relaciones separadas: una, entre el comprador y la CCP; la otra, entre la CCP y el vendedor. Éste desdoblamiento –que jurídicamente, se explica como una novación subjetiva- se realiza en todos y cada uno de los contratos que pasan por una CCP, de forma tal que ésta se termina convirtiendo en la acreedora de todos los compradores que liquidan sus contratos ante dicha entidad; y, consecuentemente, en deudora de todos los vendedores de esos negocios. De esta forma, el riesgo del contrato –esto es, que una de las partes no pague o que la otra no entregue el título valor o prestación prometida- no queda sujeto ya a las vicisitudes de la contraparte original, sino que se respalda en la CCP.

Las CCP actúan como dispersores del riesgo sistémico, tanto a través difusión de las eventuales pérdidas entre todos los actores del mercado -conforme su capacidad de asunción de tales pasivos-; como de la compensación diaria entre las posiciones compradoras y vendedoras. Conforme ésta herramienta, al contratarse el CDS, las partes deben realizar un primer depósito en la CCP (el “*margen inicial*”); posteriormente, al cierre de cada rueda de negociación, se confrontará el precio acordado a la fecha de su contratación, con el precio de ajuste que para ese día fija el mercado al finalizar el horario de negociación para ese tipo de contrato (procedimiento denominado “*mark to market*”). La diferencia resultante entre ambos valores determinará una ganancia para una de las partes, quien podrá retirarla del CCP si lo desea; y, lo que es más importante, una pérdida para la otra parte, quien estará obligada a integrarla con dinero o valores negociables de bajo riesgo (el “*margen de variación*”). Si el operador no integra ésta última garantía, la CCP podrá echar mano al margen inicial y si éste se agotare, liquidar el contrato para evitar la generación de un descubierto.

Obviamente, en este caso será la CCP quien deberá hacerse cargo del saldo faltante; mas en esta instancia, los ingentes controles y regulaciones tendientes a mantener un buen nivel de riesgos y un capital de encaje mínimo por parte de estas entidades, permitirían que tales desembolsos fueran cubiertos sin mayores complicaciones por los intermediarios. Asimismo, la CCP puede haber contratado a su vez un seguro sobre tales pérdidas, o bien

⁷⁹ Testimonio de Erik Sirri, Director de la “Division of Trading and Markets” de la SEC, ante el Comité de Agricultura de la Cámara de Representantes del Congreso de los Estados Unidos, 20 de Noviembre de 2008.

haber implementado un sistema de *clearing funds* (o fondos de liquidadores), conforme el cual los participantes del mercado abonan un margen inicial levemente superior al que resultaría exigido por su contrato particular, y ese monto diferencial se destina a un fondo común de reserva para el pago de descubiertos –lo que actuaría como una especie de mutual de cobertura entre los participantes del sistema–.

Así, se controla que las partes siempre tengan fondos suficientes para hacer frente a los compromisos asumidos; evitando la propagación de contrataciones apoyadas en un excesivo apalancamiento; mientras que se evita el efecto “corrida” que puede llegar a producir una generalizada falta de pago entre los participantes de los mercados financieros.

Complementariamente, se ha ponderado reiteradamente las ventajas que esta alternativa traería al mercado de CDS en cuanto a la transparencia y publicidad de sus contrataciones *OTC*: en efecto, la propia existencia de CCP facilitaría la instalación de un sistema centralizado de información actualizada sobre los valores y características de los contratos celebrados, requisito esencial para permitir los cálculos de cobertura requerida en cada momento.

Ingresando aún más detalladamente la alternativa de las CCP, se ha discutido acerca del nivel de concentración que debiera tener tal sistema. Así, por un lado, la complejidad técnica, jurídica y financiera que plantea una actividad de tal envergadura, así como la conveniencia de simplificar y profundizar el control de las autoridades sobre estas entidades, aconsejaría la instrumentación de un número limitado de CCP. Máxime, tratándose de CCP radicadas en diferentes Estados, con sus propias regulaciones internas y sujetas a diferentes agencias de contralor. Además, si se produjese un crecimiento inflacionario de entidades de CCP en un contexto de control gubernamental demasiado laxo (escenario que bien puede ocurrir en cualquier momento), nada impediría que las propias entidades compensadoras reinicien el circuito de cobertura recíproca que condujo a la debacle de 2008.

Por otro lado, sin embargo, un menor número de cámaras compensadoras conllevaría una poco recomendable concentración de riesgo en las entidades individuales – piénsese en el nivel de debacle que podría producirse si los controles fallaran y una de las CCP

no pudiese cumplir con sus obligaciones- y un sensible incremento del *moral hazard* en la conducta de sus administradores⁸⁰.

Como ejemplo de esta discusión, bien vale mencionar una serie de criterios orientadores que han sido propuestos al respecto. En primer lugar, se ha contemplado que todo CCP habilitado a operar CDS, debe tener la capacidad de absorción de impago de al menos dos de sus miembros más grandes (obviamente, siempre refiriéndose a las posiciones vendedoras, cuyo impago es el que verdaderamente pone en riesgo al sistema). Como segunda recomendación, se ha pregonado la existencia de un único CCP para los CDS de alcance global, en consideración a la naturaleza transnacional de tal mercado; ello, como medio para garantizar la liquidez del sistema y la fungibilidad y cohesión de los acuerdos de *clearing*. Esto último, a su vez, permitiría una mejor supervisión de las posiciones de todos los participantes del mercado de CDS, especialmente en lo referente al nivel de posiciones asumidas y a la concentración de riesgos derivada de ellas⁸¹.

Ahora bien: sin perjuicio de que en los últimos años se ha venido exigiendo reiteradamente que todas las entidades financieras y las no financieras de cierta envergadura, realicen el *clearing* de sus derivados financieros ante los CCP⁸², lo cierto es que esta política está aún lejos de alcanzar el nivel de implementación deseado⁸³, particularmente en lo

⁸⁰ DUFFIE, D. y H. ZHU, (2010), “Does a central counterparty reduce counterparty risk?”, manuscrito, Stanford University; citado por ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 58.

⁸¹ Propuestas planteadas por Edward Gerald Corrigan, ex - presidente de la Reserva Federal de Nueva York y vicepresidente del Comité Federal de Mercado Abierto; socio y director general de la Oficina del Presidente de Goldman Sachs y presidente del Banco GS EE.UU., el holding bancario de Goldman Sachs. Miembro del Grupo de los Treinta, un organismo internacional influyente de los principales financistas y académicos.

Mencionado por DE LA DEHESA, G.; (2010); “La primera gran crisis financiera del siglo XXI, Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios”; Alianza Editorial; Madrid, p. 362; citado por RIVADENEIRA ZAMBRANO, A.; *Op. Cit.*, pp. 138-139

⁸² BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, (2014), “Basel Committee on Banking Supervision: Capital Requirements for Bank Exposures to Central Counterparties”.

⁸³ FINANCIAL STABILITY BOARD; (7th November 2014); *Op. Cit.*, pp. 4, 7 y 19. Conforme este documento, para Septiembre de 2014 el saldo vivo notional neto de derivados de créditos alcanzaba los 14 billones de dólares, de los cuales el 51% (alrededor de 7,3 billones) podría haber sido canalizado a través de los CCP existentes, pues éstos contaban con la infraestructura y servicios necesarios para receptorlos. Sin embargo, tan solo el 19 % (apenas poco más de 2,7 billones de dólares) fueron compensados por ésta vía; en su gran mayoría, swaps de tasas de interés.

En consonancia con esta falta de demanda de cobertura centralizada, la oferta de CCP que admiten el *clearing* de CDS tampoco es demasiado diversificada: para finales de 2009, sólo dos firmas- ICE and Eurex- ofrecían éste servicio –y no para cualquier modalidad de CDS-, mientras que otras entidades de *clearing* lo eliminaron tras la crisis de 2008.

referido a los CDS⁸⁴. En efecto, existe toda una serie de inconvenientes propios de los mercados *OTC* que dificultan la operatividad plenamente efectiva de este instrumento:

(a) Dificultad de la gestión de las posiciones ante incumplimientos, dada la menor liquidez de los contratos *OTC* y la complejidad de alguno de los instrumentos allí negociados, que conllevan la concentración de las posiciones en grandes –pero pocos- intermediarios profesionalizados, lo que relativizaría la mejora de gestión de riesgos por parte de la CCP.

(b) Selección adversa. Las CCP se ven incentivadas a intermediar en los contratos y contrapartes que estimen de menor riesgo, y –por el contrario- a evitar (o bien, encarecer sensiblemente) su actuación en aquellos instrumentos con mayor probabilidad de incumplimiento.

(c) Asimetrías informativas. En el mercado *OTC*, la complejidad e individualidad propias de los instrumentos que allí se negocian potencian las asimetrías de información entre los participantes, dificultando el control de riesgo de las CCP sobre las contrapartes de los contratos.

(d) Riesgo moral. Es factible que ante la existencia de las CCP, los participantes del mercado financiero relajen los controles sobre la calidad crediticia y solvencia de sus contrapartes y/o que confíen en un salvataje gubernamental ante un escenario de crisis generalizada.

(e) Falta de interés de los participantes en el segmento *OTC* con mejor calificación crediticia. Las contrapartes con mejor calificación crediticia rehúyen al establecimiento de CCP porque dicho mecanismo les significa un costo extra –fee- y la necesidad de desembolsar capital que quedará encajado –para los márgenes iniciales-; asimismo, las CCP conllevan una “democratización” de la calidad crediticia de los participantes (puesto que se produce una especie de “igualación” de riesgo al transferirse todas las posiciones a un intermediario central), lo cual priva a los partes mejor calificadas de una de sus ventajas competitivas⁸⁵.

⁸⁴ Según las Estadísticas de los Derivados *OTC* del Bank of International Settlement (Junio 2014), hasta ese momento sólo un 27% del saldo vivo notional de CDS estaban compensados a través de los CCP – habiendo tenido un crecimiento interanual de sólo 4%, pero duplicando los guarismos de 2010, que sólo alcanzaban un 10%-. Asimismo, para ese momento sólo había cuatro CDS soberanos operando en este mecanismo, referentes a títulos emitidos por Argentina, Brasil, México, and Venezuela.

⁸⁵ GONZÁLEZ, F; “*Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central*”; Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, Valencia; pp. 41-42; (*borrador sujeto a cambios*).

Éstas limitaciones se tornan aún más patentes en aquellos Estados en los cuales el mercado de derivados no tiene una envergadura tal como para mantener un negocio rentable de CCP⁸⁶.

Prohibiciones temporarias:

Otra propuesta para intentar controlar el supuesto efecto desestabilizador de los CDS –especialmente, la “corrida” o espiral que ocurriría ante situaciones de *stress* económico- pasa por instrumentar mecanismos (denominados “*circuit breakers*”) que permitan suspender la negociación de dichos derivados cuando se alcancen determinados parámetros de volatilidad. Mediante dicha suspensión, se intenta enfriar el mercado y dar tiempo a las partes de revisar la veracidad de los riesgos y factores sobre los cuales construyen los términos de contratación.

Ésta alternativa llegó a ser considerada por la Comisión Europea al discutir la regulación de los “Naked CDS”⁸⁷.

Sin embargo, a poco que se profundice el estudio de ésta alternativa, se revela que este mecanismo presenta varias dificultades operativas que minarían su efectividad. En efecto, dada la negociación OTC de los CDS y la consecuente ausencia de publicidad de los contratos, resultaría complicado saber con la debida precisión cuándo se han alcanzado los parámetros a partir de los cuales resultaría procedente la suspensión. A mayor abundamiento, el hecho de que los CDS sobre un mismo activo subyacente pueden ser comercializados en cualquier parte del mundo donde haya un inversor interesado, harían necesario que los *circuit breakers* fueran adoptados en simultáneo en todos los principales mercados financieros del mundo; caso contrario, la suspensión en un solo mercado nacional tendría, cuanto mucho, modestos resultados⁸⁸.

Ello, prescindiendo incluso de valorar las conclusiones alcanzadas por algunos estudios económicos, conforme los cuales la suspensión de negociación temporal en los mercados de CDS no hace sino extender el período de tiempo en que se daría la espiral, más no detenerla –salvo que el incremento de riesgo haya sido neutralizado durante el período-⁸⁹.

⁸⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD; (7th November 2014); *Op. Cit.*, p. 30.

⁸⁷ “Propuesta de Reglamento Del Parlamento Europeo Y Del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago”, Artículo 18.

⁸⁸ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS, *Op. Cit.*, p. 72.

⁸⁹ PU, X. y JIANING, Z.; (2012); “Sovereign CDS Spreads, Volatility, and Liquidity: Evidence from 2010 German Short Sale Ban”; en *Financial Review*, Vol. 47; pp. 171–197.

Transparencia y publicidad:

Sin lugar a dudas, uno de los reclamos más escuchados tras la crisis de 2008, fue la necesidad de transparentar las negociaciones de los mercados financieros.

En este sentido, se ha sostenido que la publicidad en tiempo real de las condiciones de contratación de los CDS permitiría una mejor valoración de los riesgos que estaría asumiendo cada participante. Ello, no sólo porque se tendrían como referencia los criterios adoptados por el resto de los participantes del mercado en el mismo período –indicador útil para determinar la prima, sino sobre todo, porque se podría medir la “*externalidad del riesgo de la contraparte*”: esto es, conocer a ciencia cierta el nivel de exposición de riesgo que ha venido acumulando la parte vendedora del CDS y la mayor o menor probabilidad de que dicho riesgo sea luego *externalizado* –asumido, en términos económicos- por el contratante que supuestamente debía estar protegido. Estos datos permitirían realizar un cálculo más realista de las garantías supletorias que los vendedores deben prestar a sus contrapartes, o bien de las propias reservas que deberá disponer quien haya hecho un juego de intermediación entre el comprador y el vendedor final de la protección⁹⁰.

A mayor abundamiento, la existencia de información respecto de los compromisos asumidos por cada uno de los oferentes de CDS –así como de los entrecruzamientos de garantías que pudieren existir- reduciría exponencialmente al riesgo sistémico⁹¹. Es que tales datos obrarían como un factor morigerador de la concentración de riesgos sobre las entidades ofertantes: en efecto, cuando una vendedora de CDS acumula demasiados compromisos respecto de un determinado valor negociable subyacente –o grupo de valores negociables- o tiene una cartera propia con un alto nivel de correlación con dicho activo, naturalmente incrementa el peligro de ver afectada su solvencia frente a un evento de incumplimiento; en consecuencia, los compradores de CDS –conocedores de esa potenciación de riesgo- exigirían mayores contragarantías de su parte para aceptar contratar con ella un contrato de derivado, o bien una prima más baja; siguiendo ésta lógica, llegaría un momento en que la garantía exigida o la reducción de prima sería de tal magnitud, que a la vendedora no le resultaría rentable realizar el CDS sobre dicho activo subyacente. De esa forma, se llegaría a un punto de equilibrio en el cual a los oferentes de los swaps no le sería rentable contratar más CDS que aquellos que está en condiciones de honrar ante un evento de incumplimiento.

⁹⁰ ACHARYA, V. y ENGLE, R.; (15 de Mayo de 2009); “A case for (even) more transparency in the OTC markets”, en *The Wall Street Journal*; Nueva York.

⁹¹ KIFF, J. y OTROS, *Op. Cit.*, pp. 28-29.

A fin de tornar reales todas estas ventajas derivadas de una mayor publicidad y transparencia en el mercado de los CDS, la principal propuesta ha pasado –como el lector ya debe imaginar- por la incorporación de este derivado financiero a los mercados regulados. Por otra parte, se ha defendido con ahínco la alternativa de instituir un deber de comunicación (“*disclosure*”) de diversos aspectos de las operaciones realizadas; en tal sentido, se hace hincapié en que una obligación informativa así no implicaría un aumento de costos para los comercializadores de CDS, ya que la gran mayoría de ellos son entidades financieras que ya se encuentran sometidas a un exhaustivo régimen de control estatal⁹².

A nivel global, existen diversas iniciativas para mejorar la planificación, implementación y coordinación de los sistemas informativos y de publicidad de derivados negociados en el *OTC*, lo cual demuestra claramente que éste es uno de los objetivos principales de la reforma financiera iniciada tras la crisis de 2008. Así, por ejemplo, el FBS⁹³ elabora en forma constante estudios en los cuales identifica los desafíos existentes en esta materia, propone ciertos pasos previos para la implementación de una efectiva red internacional de publicidad de los mercados de derivados financieros y monitorea los avances en cada jurisdicción particular, mientras el OTCDRF⁹⁴ se constituye en el punto nodal en el cual las autoridades de los principales actores financieros estatales intercambian sus experiencias y aúnan criterios y objetivos de políticas informativas⁹⁵.

Conforme los últimos reportes existentes en la materia, dieciséis de los veintitrés miembros del FBS han implementado ya en forma efectiva las obligaciones informativas para sus mercados *OTC* (sea en forma general o bien limitado a cierta clase de derivados), esperándose que en 2015 el número se incremente. Sin embargo, aún no se ha alcanzado la profundidad pretendida en cuanto a los niveles de información recibidos; ello, debido en gran parte a protección de la confidencialidad y de los datos personales que consagran las normativas de dichos Estados –límite que ha intentado sortearse a través de la recolección de

⁹² ACHARYA, V.; (2011); “*A Transparency Standard for Derivatives*”, New York University Stern School of Business, pp. 2-3.

⁹³ El Financial Stability Board (“FSB” por su siglas en inglés) es un organismos internacional formado por altos representantes de las instituciones financieras internacionales, las agrupaciones internacionales de los reguladores y supervisores, comités de expertos de los bancos centrales y las autoridades nacionales encargadas de la estabilidad financiera. Sus miembros son los Estados integrantes del G-20 (entre ellos, Argentina), España y la Unión Europea.

⁹⁴ El OTC Derivatives Regulators Forum (“OTCDRF” por sus siglas en inglés) es un panel no institucional creado en 2009 que funciona como punto de encuentro para las entidades públicas financieras de los Estados competentes en la regulación y/o el control de los mercados *OTC*.

⁹⁵ FINANCIAL STABILITY BOARD; (7th November 2014); *Op Cit.*, pp. 28-29.

datos anónimos, con la consiguiente pérdida de precisión y exactitud-, así como a ciertas deficiencias en los sistemas y métodos de análisis y síntesis de los datos recibidos⁹⁶.

Sin perjuicio de lo antedicho, debe destacarse que no todos los autores coinciden en la conclusión de que el mercado de CDS resulte beneficiado por la instrumentación de políticas de mayor transparencia. Así, por ejemplo, hay quienes sostienen que tales requerimientos solo beneficiarían a los intervinientes menos informados del mercado –que son los menos, dada la alta especialización existente en este nicho financiero-, mientras que para los participantes mayoristas –el grueso del mercado-, implicarían costos adicionales y superfluos, toda vez que ellos ya tienen establecidos mecanismos para reducir sus riesgos y obtener una información fidedigna de su contraparte y de sus posiciones asumidas⁹⁷.

Sistematización y estandarización de los CDS

En los primeros años de su desarrollo, los CDS se negociaban típicamente a través de contacto telefónico y su liquidación contaba con riesgos operativos y retrasos importantes. Si bien una década después (2005) comenzó a alcanzarse un grado mínimo de estandarización en Estados Unidos, aún una parte importante de los CDS todavía demoraban varios días en ser confirmados, registrados y liquidados. Ésta situación se vio prácticamente revertida para el año 2010, momento en el cual el 90% de las transacciones de CDS se confirmaba ya de manera electrónica⁹⁸.

Ésta reducción en los tiempos de procesamiento de las contrataciones no sólo reduce el riesgo operacional del sistema; sino que además es un elemento fundamental para lograr los objetivos de información y publicidad en tiempo real del estado del mercado de los CDS. En tal sentido, la mayor parte de los Estados miembros del G-20 ha dictado normativa tendiente a extender el uso de plataformas de intercambio electrónico a los productos comercializados en el *OTC*, sin perjuicio de lo cual aún no se ha podido implementar el uso compulsivo de tal medio en forma efectiva⁹⁹.

Íntimamente relacionado con este punto, se presenta la búsqueda de modelos estandarizados de contratos de CDS. Tal como explicáramos en la primera sección de este trabajo, existe una extraordinaria variedad de modalidades de CDS, las cuales se pueden

⁹⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD; (7th November 2014); *Op Cit.*, p. 2-4 y 25-28.

⁹⁷ AVELLANEDA, M. y CONT, R.; (2010); “*Transparency in Credit Default Swap markets. Finance Concepts*”; citado por ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 36.

⁹⁸ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 61.

⁹⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD; (7th November 2014); *Op. Cit.*, p. 5

incrementar en todo momento, dada la dinámica y creatividad que caracteriza a las negociaciones *OTC*. Ahora bien: ésta flexibilidad, si bien ventajosa para amoldarse velozmente a las variaciones de los mercados, se constituye al mismo tiempo en un escollo para los intentos de sintetizar la información e instaurar un sistema eficiente de control de riesgos, compensaciones y garantías.

En otras palabras: la homogeneización de las condiciones de contratación de CDS se torna en un presupuesto esencial para la efectiva implementación de las demás alternativas regulatorias que examinamos en esta sección.

En este contexto, en los últimos años se han realizado esfuerzos para estandarizar los contratos derivados (entre ellos, obviamente, los CDS) con el fin de facilitar la liquidación, compensación y comparabilidad de los instrumentos financieros implicados. Dentro de este objetivo se enmarca, por ejemplo, la iniciativa *Legal Entity Identifier (LEI)*, que implica el establecimiento de una nomenclatura universal para todas las entidades participantes del mercado financiero mundial, en la cual cada participante tenga un único código de individualización que permita una fácil identificación de cada contrato de *OTC* en que dicho actor tenga participación¹⁰⁰.

En el particular ámbito de los CDS, ISDA ha tabulado un modelo unívoco de contrato que predispone ya gran parte de los términos y condiciones a acordar entre el comprador y el vendedor de CDS. Esta política de estandarización ya lleva casi tres décadas de evolución, desde que en 1985, la Asociación de Banqueros Británicos esbozó la primera iniciativa mediante la publicación de un catálogo de términos y condiciones de negociación de swaps en el mercado de Londres. Dos años después, la ISDA instituyó el Acuerdo Marco Swaps, cuya modificación de 1992 receptó algunos aspectos normativos referentes a una nueva especie de derivado recientemente lanzado al mercado: los CDS. Posteriormente, en el año 1999 el ISDA logró publicar las Definiciones de Derivados de Crédito de 1999, las cuales han sido objeto de reforma muy recientemente, entre Agosto y Octubre de 2014.

El proceso refundacional del sistema de mercados de derivados impulsado por ISDA luego de la crisis de 2008, desembocó en un acuerdo unánime de los principales actores del mercado estadounidense, mundialmente conocido como “Big Bang Protocol” y que ha sido

¹⁰⁰ Para mayor información sobre éste programa, véase FINANCIAL STABILITY BOARD; (8th June 2012); “A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets”.

receptado por casi todos los demás mercados del mundo¹⁰¹. Este documento, amén de incorporar varias modificaciones en el funcionamiento de los DC, consensuó también una serie de elementos contractuales entre todos los participantes, como mecanismo de estandarizar los contratos. En este contexto, se igualaron las fórmulas para determinar el monto y forma de pago de la prima (especialmente, el sistema de pago adelantado y cupones, que también se tabulan específicamente en 25, 100, 500 and 1.000 bps en Europa, y en 100 y 500 bps en Estados Unidos); se estipuló que las fechas de *maturity* de los derivados serán sólo cuatro al año, sobre base de una periodicidad trimestral (el tercer miércoles de Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre); se estandarizó el plazo de cobertura en cinco años; y se dispuso que el *dies-a-quo* de las coberturas será a partir de los 60 días anteriores a la contratación, como medio de tornar fungibles entre sí CDS que hayan sido contratados en diferentes fechas, sin que implique que una de las partes se vea desprotegida por el lapso de tiempo de diferencia entre ambas datas de contratación.

Actualmente, este contrato estandarizado se conforma por el Acuerdo Marco –ISDA Master Agreement- (adoptado originalmente en 1992 y reformado en 2002) y sus Protocolos (generalmente, el Big Bang o el Small Bang Protocol); a los que se suma el formulario de Documentación Respaldata del Crédito (formulario DRC) aplicable para el área geográfica específica a que pertenezca el derivado cubierto. El Acuerdo Marco (incluyendo los Protocolos y formulario DRC) es un elemento predispuesto e ineludible para todos los que quieran enmarcar su negocio de derivados bajo la órbita de ISDA.

Sólo queda, en este contexto, un remanente del contrato (denominado “Schedule”), que es el único que se deja a libertad de elección de las partes –elección ésta, que en realidad, debe limitarse a una serie de opciones finitas y predispuestas-: la determinación de qué conjunto de Definiciones desean aplicar a su contrato¹⁰² y de alguna cláusula más específica como las contragarantías requeridas, la jurisdicción aplicable y la ley que supletoriamente regirá el contrato –para no resignar la circulación del contrato, las opciones habilitadas se limitan a competencias y normativas cuasi-universales, como las del Estado de Nueva York, Londres o Tokyo-. Las condiciones particulares pactadas se vuelcan en un documento de confirmación (Confirmation Letter).

¹⁰¹ La división europea de la ISDA, por su parte, aprobó el “Small Bang Protocol”, que en general replica los criterios sentados en su par norteamericano, pero con ciertas diferencias en algunas cuestiones concretas (por ejemplo, se admiten dos cupones adicionales de 300 y 750 puntos básicos; y se ha dado un tratamiento diferencial al evento de crédito “reestructuración”).

¹⁰² GELPERN, A. y GULATI, M.; *Op. cit*; pp. 357-358

RESTRICCIÓN DE LOS “NAKED CDS”. UNA DISCUSIÓN APARTE:

Sin lugar a dudas, una de las propuestas regulatorias de mayor relevancia que se ha realizado respecto de los CDS, ha sido la de prohibir en forma absoluta la contratación de “Naked CDS”. Y es que la decisión que se adopte sobre éste punto conlleva un impacto determinante sobre los más diversos aspectos de este derivado financiero. El debate se ha dado en las más altas esferas de la ciencia financiera: Robert Waldmann los ha calificado como estragos financieros; Wolfgang Münchau, como ladrones bancarios; e Yves Smith consideró que no existe diferencia entre los CDS y los juegos de casino. En la misma sintonía, George Soros explica que este derivado plantea incentivos para presionar a la baja los precios de los activos subyacentes, Willem Buiter los pone a la cabeza de los ejemplos de las “finanzas tóxicas” e incluso el gurú y megaespeculador financiero Warren Buffet los denominó “*instrumentos financieros de destrucción masiva*”. En la vereda opuesta, John Carney predica que la prohibición de estos derivados produciría un impacto desastroso en los mercados financieros, Felix Salmon destaca que quita presión sobre los deudores, al igual que Sam Jones, para quien los CDS ayudan a reducir las tasa de interés exigidas por los prestamistas¹⁰³.

La prohibición de “Naked CDS” limita considerablemente el volumen de swaps potencialmente negociables. En efecto, al exigirse que cada derivado se corresponda con un activo de propiedad del comprador, resulta obvio que nunca podrá haber más volumen de CDS que de valores negociables subyacentes. Por el contrario, la admisión de “Naked CDS” potencia extraordinariamente este mercado y da pie a que los contratos negociados puedan alcanzar cifras billonarias, convirtiéndose –llegado el caso- en uno de los activos financieros con más volumen en el sistema económico global.

En este contexto, la elección por uno u otro escenario puede eliminar de raíz o potenciar extraordinariamente los beneficios y los perjuicios que se predicen de estos derivados. Así, por ejemplo, es indudable que un mercado ilimitado de CDS permitiría a innumerables inversores apostar a empresas, emprendimientos o mercados a los que, de otra forma, no podrían ingresar –especialmente, en aquellos países en los cuales las sociedades no tienen por costumbre ingresar al régimen de la oferta pública-; pero a su vez, un volumen billionario de CDS podría ejercer una influencia determinante sobre la cotización de los activos subyacentes y derivar en maniobras de alteración artificial de los mercados.

¹⁰³CHE, Y. K. y SETHI, R., (2010), *Op. Cit.*, p. 1.

A mayor abundamiento, la admisión o prohibición de los “Naked CDS” resulta determinante a los efectos del encuadre jurídico que correspondería darle a estos derivados. Ésta cuestión particular será ampliamente desarrollada más adelante, cuando abordemos las alternativas de categorización en el derecho argentino.

El ataque contra los “naked CDS”

Las críticas a los “*naked CDS*” tienen como punto central la finalidad especulativa del instituto, la cual ha sido incluso reconocida incluso por algunas de las principales autoridades norteamericanas en la materia¹⁰⁴. En efecto, en esta modalidad, los adquirentes de “Naked CDS” no poseen un **interés asegurable** sobre el activo subyacente; dicho de otra forma: no están buscando cubrir las contingencias del título de referencia, puesto que no están expuestos a éstas. La lógica nos indica entonces, que el interés primordial de quienes adquieren estos derivados pasa por obtener una ganancia en caso de que sus predicciones o cálculos sobre la evolución del valor negociable de referencia se tornen ciertas.

La inexistencia de interés asegurable establece un juego muy particular de incentivos y desincentivos para los propietarios de estos CDS. Es que, no siendo propietarios del activo cuyo impago se respalda, no enfrentan ningún riesgo ante la ocurrencia de esa situación –el “siniestro”–, muy por el contrario, es al producirse ese hecho, cuando nace en su favor el crédito de cobro contra el vendedor del CDS. Lógicamente, entonces, estos inversores enfrentarán una pérdida si el valor negociable es cancelado según el cronograma de pagos previsto –puesto que habrán pagado la prima del CDS sin obtener ninguna ganancias–; y, al revés, tendrán una ganancia en caso de un supuesto de impago, la cual equivaldrá a la diferencia entre el monto de cobertura del contrato y el precio pagado por dicho reaseguro.

Ahora bien: ¿qué ocurriría si un asiduo comprador de CDS de un activo subyacente determinado, pudiese de alguna forma influir en la evolución de dicho activo –o más aún, en la capacidad de repago de su emisor–? En este punto, vale recordar la circunstancia de que la negociación de CDS no es pública y abierta, sino bilateral y eminentemente privada; ergo, los terceros ajenos al contrato de cobertura no tendrían –a priori– forma de conocer la existencia de ésta situación. Asimismo, el comprador podría adquirir los CDS de parte de diferentes

¹⁰⁴ Declaración del Superintendente de Seguros del Estado de Nueva York, Eric Dinallo, ante el Comité de Control y Reforma Gubernamental de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos de Norteamérica, 7 de Octubre de 2008.

Resumen obtenido en <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=21070001&sid=a17LoUP8Ku6o>

vendedores, con lo cual ni siquiera ellos estarían al tanto de la real envergadura del negocio llevado a cabo por el adquirente.

Éste escenario revelaría la existencia de una situación de **moral hazard** derivada de la existencia de “*naked CDS*”: quien puede tomar una decisión para motivar un evento de crédito y así obtener réditos por el pago de sus CDS, no deberá enfrentar los riesgos y costos derivados de ese accionar, ya que el mismo recaerá sobre los terceros propietarios de los valores negociables subyacentes y sobre el vendedor del CDS, los cuales se encuentran en una clara desventaja informativa frente a aquel. Es que precisamente, la multiplicación del valor vivo notional de CDS emitidos sobre un mismo activo subyacente, potencia la matriz de “corrida financiera” explicada por Portes¹⁰⁵.

En este punto, resulta ilustrativo recordar la denuncia realizada por la SEC contra el banco de inversión Goldman, Sachs & Co, por ocultamiento de información trascendental y sensible a los inversores. Según la acusación de la agencia gubernamental, Goldman había comercializado una CDO sobre hipotecas *subprime* –denominado ABACUS 2007-AC1-, sin anunciar a sus compradores que la entidad que se había encargado de la elección y securitización de los activos subyacentes (Paulson and Co.), había contratado a su vez una millonaria posición corta contra esos mismos activos (es decir, había apostado a su vez a que los mismos iban a caer en default). Dicho en pocas palabras: el mismo sujeto que había elegido los materiales y construido el edificio, al mismo tiempo apostaba –sin hacerlo público, por supuesto- a que éste iba a derrumbarse en breve. Ejemplo dramático de como el *moral hazard* influye sobre los actores financieros cuando éstos pueden influir sobre la evolución de variables respecto de las cuales han asumido posiciones de relevancia. Finalmente, la acusación fue desistida, a cambio de la admisión –en su momento- la multa más alta jamás aplicada a una entidad financiera: \$550 millones de dólares, conforme el acuerdo suscripto entre la agencia gubernamental y el banco acusado¹⁰⁶.

El riesgo del **moral hazard** puede ser incluso más pronunciado, cuando un tenedor del activo subyacente, decide comprar CDS no sólo en proporción a su tenencia de títulos a cubrir, sino más allá de estos. Obviamente, los CDS que adquiera en exceso serán necesariamente “*naked CDS*”¹⁰⁷, y por tanto generarán los incentivos y desincentivos ya

¹⁰⁵ PORTES, R; (2012); *Op. Cit.*; p. 3.

¹⁰⁶ SECURITY EXCHANGE COMMISSION; (2010); *Press Release of 15th July 2010*; disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-123.htm>.

¹⁰⁷ Vale aclarar que nada impediría que este tenedor que tomamos como ejemplo, adquiera todos sus CDS –tanto los proporcionales a su tenencia de subyacente, como los excedentes- bajo la modalidad

explicados en los párrafos precedentes. Pero con el detalle nada menor de que, como propietarios de los activos subyacentes, tendrán voz y voto en las asambleas o compulsas de tenedores, pudiendo influir en las decisiones a adoptarse en tales cónclaves. En un escenario así, no extrañaría que quien tuviera una posición mucho más relevante en “*naked CDS*” que en el activo de referencia, se vea tentado a no aceptar soluciones conciliadoras con el deudor de los títulos, en el entendimiento de que las pérdidas que pudiere irrogarle un evento de crédito o default del emisor, se verían suficientemente compensadas con las ganancias procedentes de los derivados de cobertura contratados. En tal sentido, cabe recordar que las materias más trascendentes de cualquier título valor emitido, deben ser decididas por unanimidad de tenedores; con lo cual cualquiera de los tenedores posee una potencial derecho de veto respecto de tales cuestiones. Y una vez más, al tratarse de un mercado OTC en el cual la asimetría de información entre los actores y la no publicidad de las transacciones es la regla, sería difícil no sólo para el emisor, sino también para los demás tenedores e incluso para el vendedor de CDS, poder detectar anticipada y fehacientemente una contingencia como la descrita.

Una situación de este tipo pareció existir en la disputa entre la República Argentina y los fondos de inversión Aurelius y NML Elliot (denominados “fondos buitres” en la jerga popular). En varias oportunidades, en el marco del proceso desarrollado ante la justicia del Estado de Nueva York, la parte argentina postuló que los fondos reclamantes tenían considerables posiciones compradoras de CDS contra la deuda pública del país, por lo cual estarían utilizando el reclamo de pago como herramienta para disparar un evento de crédito y así beneficiarse con el pago inmediato del valor de sus tenencias; a tales acusaciones, los asesores de los fondos reclamantes manifestaron no tener conocimiento de esa circunstancia. A ello se sumaba, además, la circunstancia de que precisamente NML Elliot forma parte del DC norteamericano del ISDA, con lo cual fue juez y parte al momento de decidir la existencia de un evento de crédito en julio de 2014. Finalmente, la declaración del “default selectivo” disparó el pago de los CDS.

descubierta, sin referenciarlos con los títulos de su cartera. Sin embargo, en lo que aquí interesa a los efectos del *moral hazard* y los incentivos, los CDS que hubiere contratado hasta el valor nominal de su tenencia del título de referencia, se comportarán como CDS tradicionales o “no descubiertos”, puesto que la ganancia que de ellos derive se compensaría con las pérdidas derivadas de los títulos subyacentes. Serán los CDS excedentes, por tanto, los que resultarán definitivos para determinarlo a actuar de una forma u otra.

Este ejemplo es ilustrativo respecto de cómo un tenedor minoritario de deuda puede llegar a digitar e influir sobre el resto de los títulos emitidos y beneficiarse con un default de los mismos, previa una oportuna y millonaria cobertura con “*naked CDS*”.

Por otra parte, estudios económicos han concluido que los “*naked CDS*” son causantes de cierta tendencia desestabilizadora en los mercados financieros, debido a que hace ingresar al mercado del activo subyacente a los inversores “pesimistas” de corto plazo – aquellos que consideran que el título va a perder valor-, quienes neutralizan y hasta divergen las expectativas de los clásicos inversores “optimistas” que juegan a largo plazo¹⁰⁸. En efecto: mientras que en los mercados tradicionales –pensemos en las acciones de sociedades cotizantes-, los participantes “pesimistas” venden sus posiciones y se apartan del producto respectivo dejando lugar a los “optimistas” que consideran que la baja revertirá en breve y tiene interés en que ellos ocurra; en el mercado de los “*naked CDS*”, es el “pesimista” quien ingresa al mercado del derivado y plantea su interés de que la baja se prolongue hasta lograr la ocurrencia del evento de crédito¹⁰⁹.

En este sentido, bien vale destacar un estudio de Che y Sethi¹¹⁰ que analizó en profundidad la comparación entre un escenario que no admitían CDS, otro que admitía sólo *vanilla* CDS, y finalmente otro que permitía tanto los *vanilla* como los *naked CDS*. Estos autores concluyeron que los derivados de créditos resultan beneficiosos para los prestatarios sólo en aquellas situaciones en que no se permite los *naked CDS* –al rebajar las tasas de riesgo exigidas por los prestamistas y ampliar la base de éstos permitiendo el ingreso de los prestadores pesimistas-. Por el contrario, la implementación de la variable CDS descubiertos en el modelo, si bien no dio resultados necesariamente negativos, ciertamente potenció la inestabilidad del mercado; y, en razón del ingreso de tendencias pesimistas al papel y el retiro de las posiciones optimistas –a quienes resulta más rentable vender CDS que invertir directamente en el activo subyacente-, conduce al encarecimiento de las tasas de riesgo exigidas al emisor, especialmente en situaciones de stress del mercado.

La defensa de los “Naked CDS”

Quienes defienden a los “Naked CDS” ponen de relieve que para algunos inversores, la compra de un swap de ésta características puede ser la única forma de protegerse contra un

¹⁰⁸ *Ibidem*, p. 2.

¹⁰⁹ GEANAKOPOLOS, J.; (2010); “The Leverage Cycle”; en *NBER Macroeconomics Annual 2009*, Vol. 24, editado por ACEMOGLU, D., ROGO, K. y WOODFORD M; Chicago; Ed. University of Chicago Press.

¹¹⁰

evento de crédito de otros valores negociables contra los que no existen CDS (o su mercado es poco líquido), pero cuyo riesgo está positivamente e íntimamente correlacionado con un impago del título subyacente al “Naked CDS” adquirido (v.g., la adquisición de un CDS sobre bonos soberanos para cubrirse del impago de deuda de empresas públicas de ese Estado; o de CDS sobre valores negociables de la sociedad controlante de un grupo económico, para reasegurarse ante el impago de una de sus subsidiarias o controladas; o incluso, la compra de tales derivados por parte de los contratistas y proveedores de una sociedad, como forma de cubrirse por una eventual situación de crisis financiera o quiebra de su cliente). En este contexto, la adquisición de swaps sin poseer los activos subyacentes resulta ser un medio legítimo de protección para el inversor¹¹¹. Máxime, cuando un análisis sobre los productos financieros alternativos revela que éstos no llegan a suplir eficientemente la necesidad de cobertura que se persigue con la contratación de los CDS¹¹².

Complementando lo antedicho, se ha profetizado que la prohibición de los “Naked CDS” excluiría del mercado a una inmensa parte de los inversores –precisamente, aquellos que no son titulares del activo subyacente-, lo cual reduciría dramáticamente la liquidez y profundidad de aquel –con la consecuente pérdida del factor estabilizante de la masificación- e incrementaría los costos de financiamiento de los emisores, especialmente en aquellos mercados de menor liquidez¹¹³; llegando incluso a repercutir negativamente en la cotización del propio activo subyacente, produciendo de esa forma un efecto contrario al deseado por quienes impulsan la prohibición. Todo ello, en aras de una medida cuya efectividad para reducir la inestabilidad del mercado financiero es, cuanto menos, susceptible de discusión.

También se ha sostenido que restringir el número de participantes lesiona la estabilidad y eficiencia del mercado de CDS, al reducir la cantidad de información a promediar sobre estos productos, dificulta una mejor estimación de su verdadero riesgo y la determinación de un precio promedio más objetivo¹¹⁴.

En ésta postura se enrola ISDA, quien ha tildado de inconsistente y erróneo el argumento según el cual los “Naked CDS” podrían orientar, condicionar o incluso alterar la

¹¹¹ ARCE, O.; GONZÁLEZ PUEYO, J. y SANJUÁN, L., *Op. Cit.*, p. 62; en el mismo sentido, ISDA, (2010), “*ISDA Comments on Sovereign CDS*”, Nueva York, p. 2.

¹¹² GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS, *Op. Cit.*, p. 75. En éste pasaje, los autores analizan las alternativas de la venta en corto y de los contratos de futuro sobre los activos subyacentes, como posibles sucedáneos de cobertura a los “naked CDS”.

¹¹³ KOPECKI, D. y HARRINGTON, S.; *Op. Cit.*; idénticas conclusiones han postulado BEBER, A. y PAGANO, M.; (2011); “*Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis*”, Ed. Università di Napoli Federico II, CSEF, EIEF and CEPR.

¹¹⁴ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS, *Op. Cit.*, p. 76.

negociación de los activos subyacentes. Apoya tal razonamiento, en la circunstancia de que el saldo vivo notional de los CDS es muy escaso en comparación con el de los valores negociables que le sirven de referencia (argumento que, vale recordar, es enarbolado por quienes defienden los CDS en general, tal como lo expusieramos en otra sección previa de este trabajo).

Más aún, la principal institución mundial en la materia desestima de pleno el pretense argumento de que la carencia de interés asegurable en los compradores de “*naked CDS*” pudiera conducir a la instrumentación de un plan para causar el evento de crédito en el activo subyacente. Ello así, sostiene, porque no puede olvidarse que del otro lado de la mesa se encuentra la parte vendedora –profesionales financieros de probada trayectoria e influencia en el mercado-, la cual vigilará celosamente que no se produzca el default del crédito y no permitirá –por sus propios incentivos- que se desarrollen maniobras artificiales en tal sentido¹¹⁵.

¹¹⁵ ISDA, (2010), *Op. Cit.*, pp. 1-2.

ACTUALIDAD REGULATORIA

Hemos visto hasta aquí la importancia que tuvieron y tienen los *credit default swaps* en el mercado financiero mundial. También hemos descrito cuáles han sido las diversas propuestas de regulación que se han diseñado para reducir el riesgo sistémico que los CDS pueden causar.

Nos corresponde ahora, recorrer las escasas regulaciones que desde 2008 hasta aquí se han aprobado respecto de este contrato de derivado financiero, a fin de compulsar bajo qué encuadramiento y mediante qué mecanismos, las diversas autoridades competentes han tratado de domesticar a este instrumento financiero.

Si bien el tiempo transcurrido desde la aprobación de estas normas no permite realizar un balance definitivo respecto de sus efectos en la economía (máxime, si se tiene en cuenta que algunas de las disposiciones no han entrado aún en vigencia), bien vale rescatar los resultados arrojados por una completa investigación coordinada por el Bank of International Settlement (BIS), en colaboración con el FMI. En dicho estudio, se compulsaron y analizaron los efectos resultantes de la implementación de regulación de derivados en Europa y los Estados Unidos. Conforme el referido informe, la mayor ventaja de las nuevas reglas de mercado – como era de esperar- ha sido la sensible reducción del *riesgo de incumplimiento de la contraparte (counterparty exposure)*, lo cual ha reducido a su vez en un 0,26% la probabilidad de ocurrencia de una crisis financiera. Partiendo de estos datos, y asumiendo que una crisis económica de cierta envergadura produce una pérdida equivalente al 60% del PBI de un Estado, el trabajo del BIS concluye que la normativa post-2008 arroja un beneficio bruto igual al 0.16% del PBI mundial. Si a ello se le resta el costo que conlleva la implementación de las medidas gubernamentales, -las cuales fueron calculadas en un 0.04% del PBI global- resultaría en definitiva que el beneficio neto de la nueva oleada regulatoria en materia de derivados financiero ha sido de un 0.12% del PBI anual¹¹⁶.

MARCO REGULATORIO EN LA UNIÓN EUROPEA:

La Unión Europea es uno de los bloques más avanzados en la instrumentación de políticas regulatorias en esta materia. Apenas ocurrida la debacle del mercado financiero

¹¹⁶ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT; (Agosto 2013); “*Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms*”; p. 6

norteamericano en 2008 y ya sufriendo la onda expansiva de dicho suceso en sus propias economías –especialmente, Grecia, Irlanda y España-, el grupo supranacional abordó la cuestión de los CDS y planteó abiertamente la discusión respecto de su admisibilidad en el sistema financiero del futuro.

Así, en octubre de 2009, la Comisión Europea (CE) hizo públicas sus propuestas de modificación normativa en este terreno. En aquella oportunidad –y en consonancia con las recomendaciones adoptadas por el G-20-, el eje orientador del plan pasó por implementar un sistema obligatorio de liquidación de los CDS más estandarizados en CCP; y, complementariamente, la obligación para las contrapartes de los CDS no centralizados de constituir garantías iniciales, actualizándolas en función de las condiciones del mercado. Todo ello, en el marco de una reforma paulatina pero sensible en la infraestructura y normativa aplicable a los CCP que permitiera no sólo respaldar mejor los riesgos, sino también potenciar el desarrollo de sistemas informativos en tiempo real de las actividades en el *OTC*.

Mas sin perjuicio de ello, la escalada de la crisis financiera griega durante 2010 aumentó la preocupación de la Comunidad Europea, y condujo al análisis de posturas más restrictivas respecto de los instrumentos considerados “desequilibrantes” del mercado, conforme la última experiencia tan duramente aprendida.

En este contexto, los CDS en general y los “*naked CDS*” en particular, fueron traídos al centro de la escena. En efecto, en Marzo de 2010, la canciller germana Ángela Merkel expresó que su gobierno apoyaría una iniciativa para frenar el mercado de los CDS descubiertos, aún incluso si Estados Unidos no siguiera la misma tendencia. De hecho, en Mayo 2010, Alemania prohibió la negociación de “*naked CDS*” sobre bonos soberanos de la Eurozona en todos sus mercados nacionales; convirtiéndose en el primer Estado en avanzar en tal sentido. En consonancia con esta política, el entonces presidente de la Comisión Europea, José Manuel Barroso, anticipó que el organismo estaba analizando la posibilidad de prohibir los instrumentos de coberturas contratados con finalidad puramente especulativa¹¹⁷.

Como paso subsiguiente a la preocupación expuesta por los máximos referentes del bloque continental –y en vista del creciente impacto del descalabro de las finanzas helénicas-, en septiembre de 2010 se hizo pública una propuesta de reglamentación de los “*naked CDS*” (la “*Propuesta de Reglamento Del Parlamento Europeo Y Del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*”). Tras un año de

¹¹⁷ FIDLER, S., ZUCKERMAN, G. y BASKIN, B., *Op. Cit.*, pp. 1-2.

discusiones y negociaciones, finalmente, el 15 de Noviembre de 2011, el Parlamento Europeo aprobó el proyecto propuesto, el cual tras ciertas modificaciones el 14 de Marzo de 2012, quedó plasmado definitivamente en el **Reglamento 236/2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago** (el “Reglamento”), aprobado conjuntamente por el Parlamento Europeo y el Consejo de Europa. Acto seguido, el 29 de Junio y el 5 de Julio de 2012, la Comisión Europea cumplió con su labor institucional y publicó las normas reglamentarias de la Resolución. Finalmente, el 1º de Noviembre de 2012, empezó a regir efectivamente la prohibición sobre los “*naked CDS*” de bonos soberanos, con efecto retroactivo al 25 de Marzo del mismo año.

Ya los propios considerandos del Reglamento explican que si bien la materia de regulación financiera sería a priori una cuestión de competencia de cada Estado miembro, la transnacionalidad e interacción de los derivados financieros hacía necesario armonizar las normas, a fin de impedir que la adopción de medidas dispares constituya obstáculos para el correcto funcionamiento del mercado interior¹¹⁸. Asimismo, el Reglamento agrega que si bien resultaría conveniente que los principios allí estatuidos abarquen a todos los instrumentos financieros, las medidas establecidas en su texto únicamente podrían ser aplicadas a las ventas en corto y a los CDS, por ser los instrumentos que mayor y más inminente riesgo crean en la estabilidad financiera del bloque; pudiendo ampliar dichas medidas a otros productos financieros de menor volatilidad sólo excepcionalmente y ante situaciones igualmente riesgosas¹¹⁹.

En razón de esta especie de criterio de especialidad consagrado por la norma, no sorprende que el Reglamento haya preferido introducir toda una serie de definiciones, a los efectos de delimitar concretamente el significado de los conceptos utilizados. En lo que aquí interesa, los CDS (o “*permuta de cobertura de impago*”, según la versión oficial española) son definidos como “*un contrato derivado por el cual una parte paga a otra una prima a cambio de un pago u otra prestación en caso de que se produzca un evento de crédito ligado a la entidad de referencia, o cualquier otro incumplimiento en relación con dicho contrato derivado que tenga un efecto económico similar*”¹²⁰. Más aún, se define expresamente una categoría especial de CDS, la “*permuta de cobertura por impago soberano*”, que es aquella en la cual se procederá a un pago u otra prestación en caso de que se produzca un evento de crédito o un

¹¹⁸ Reglamento, Considerando 2º.

¹¹⁹ Reglamento, Considerando 4º.

¹²⁰ Reglamento, Artículo 2 inc. C).

incumplimiento que afecte a un emisor soberano¹²¹; siendo *emisores soberanos*: la Unión Europea, cualquier Estado miembro de la misma (incluidas todas sus unidades administrativas, Estados federados, agencias o entidades con fines especiales del mismo), las entidades con fines especiales constituidas por dos o más Estados miembros, las entidades financieras internacionales instituida por dos o varios Estados miembros con objeto de movilizar fondos y prestar asistencia financiera en beneficio de aquellos de sus miembros que estén sufriendo graves problemas de financiación o que corran el riesgo de padecerlos, y el Banco Europeo de Inversiones¹²².

Con estas consideraciones como base, el Reglamento estatuye que sus disposiciones serán aplicables a todo instrumento financiero listado en la Sección C del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE¹²³ que estén admitidos a negociación en una plataforma de negociación de la Unión (incluso cuando aquellos se negocien fuera de una plataforma de negociación), así

¹²¹ Reglamento, Artículo 2 inc. E).

¹²² Reglamento, Artículo 2 inc. D)

¹²³ La Sección C del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE incluye:

(1) *Valores negociables;*

(2) *Instrumentos del mercado monetario;*

(3) *Participaciones de organismos de inversión colectiva;*

(4) *Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo;*

(5) *Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato);*

(6) *Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps») y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN;*

(7) *Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la Sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía;*

(8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; (el destacado es propio)

(9) *Contratos financieros por diferencias.*

(10) *Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.*

como a todos los derivados contemplados en la mentada Sección C que estén vinculados a alguno de los instrumentos financieros a los que se hizo referencia en primer término. Asimismo, quedarán sujetos al Reglamento los instrumentos de deuda emitidos por un emisor soberano, y los derivados contemplados en la Sección C que estén vinculados o hagan referencia a dichos instrumentos de deuda soberana¹²⁴.

Un somero análisis de esta norma competencial, nos revela que el Reglamento regirá tanto para los CDS que tengan como activos subyacentes a títulos públicos como a valores negociables emitidos por entidades privadas. Sin embargo, debemos destacar una diferencia trascendental entre ambos ámbitos: mientras que los valores negociables públicos quedan sujetos a esta reglamentación en forma automática y sin condicionantes de negociación, los emitidos por el sector privado sólo estarán alcanzados si listan en plataformas de negociación (mercados regulados) de algún Estado miembro de la Unión Europea. Así las cosas, podemos concluir que todo CDS que tenga como activo subyacente un título público quedará necesariamente sujeto a las directivas del Reglamento; pero que en el caso de constituirse como derivado de un título privado, su regulación seguirá la suerte que merezca el valor principal.

En cuanto a la naturaleza jurídica de estos derivados, ya la Propuesta partía de la base de asimilar a los “*naked CDS*” relativos a los bonos soberanos, a las posiciones de ventas en corto (*short selling*¹²⁵) de los activos subyacentes¹²⁶. Esta postura fue mantenida en el Reglamento, el cual definió a la posición en corto como “*a) la venta en corto de acciones emitidas por la sociedad o de instrumentos de deuda emitidos por un emisor soberano; b) la realización de una operación que crea un instrumento financiero o se refiere a un instrumento financiero distinto de los contemplados en la letra a), cuando el efecto o uno de los efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica que realice dicha operación en*

¹²⁴ Reglamento, Artículo 1.

¹²⁵ La “venta en corto” o “*short selling*” es un negocio financiero por el cual un inversor vende un activo que no tiene en su cartera, con la idea de beneficiarse de una baja en el precio del mismo. La operatoria consiste en tomar prestado a plazo el activo subyacente de un tercero –generalmente, mediante una comisión- y a continuación venderlo en el mercado. Llegado el término del préstamo, el vendedor deberá readquirir el activo prestado y devolvérselo a su propietario. Si entre ambas operaciones de venta y compra, el precio del instrumento financiero ha bajado, el vendedor se beneficiará por la diferencia obtenida entre el precio de venta y el precio de readquisición, neto de la comisión comprometida.

¹²⁶ Propuesta, Considerando 13º; Reglamento 236/2012, Considerando 14º.

caso de que disminuya el precio o valor de la acción o del instrumento de deuda¹²⁷ (el destacado es propio).

A contrario sensu, se considera posición en largo cualquiera de las siguientes situaciones: *“a) la tenencia de acciones emitidas por la sociedad o de instrumentos de deuda emitidos por el emisor soberano; b) la realización de una operación que crea un instrumento financiero o se refiere a un instrumento financiero distinto de los contemplados en la letra a), cuando el efecto o uno de los efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica que realice dicha operación en caso de que aumente el precio o valor de la acción o del instrumento de deuda*¹²⁸ (el destacado es propio).

Por otra parte, la resolución dispone: *“A efectos del presente Reglamento, se considerará que una persona física o jurídica mantiene una posición descubierta en una permuta de cobertura por impago soberano si la permuta de cobertura por impago no sirve para cubrir: a) el riesgo de incumplimiento del emisor siendo que la persona física o jurídica mantiene una posición larga en la deuda soberana del emisor al que se refiere la permuta de cobertura por impago soberano, o b) el riesgo de una disminución del valor de la deuda soberana cuando la persona física o jurídica posea activos o esté sujeta a pasivos, incluyendo entre otros los contratos financieros, una cartera de activos u obligaciones financieras cuyo valor guarde una correlación con el valor de la deuda soberana*¹²⁹ (el destacado es propio).

Claramente ésta primera aproximación oficial a los *naked CDS* destaca su carácter eminentemente especulativo (el beneficiarse mediante la caída del valor de un título). Sin embargo, vale destacar que el legislador europeo no se conformó con la mera simplificación dicotómica conforme la cual si se posee activo subyacente, estamos frente a un CDS tradicional; y si no se lo posee, lisa y llanamente se trataría de un *naked CDS*; sino que reconoció que aún algunas las partes compradoras que contratan un CDS sin poseer en cartera el título cubierto, pueden no obstante tener igualmente una motivación de protección de sus inversiones. Así lo refleja el hecho de que no se considere *naked CDS* a aquellas posiciones abiertas por quienes son propietarios de deuda soberana de un emisor cuyo precio tiene una elevada correlación con el precio de la obligación que actúa como activo subyacente del

¹²⁷ Reglamento, Artículo 3.1.

¹²⁸ Reglamento, Artículo 3.2.

¹²⁹ Reglamento, Artículo 4.1.

derivado adquirido¹³⁰, ya que en esos casos dicho inversor tendría un interés asegurable –bien que indirecto- sobre la suerte que corra el activo subyacente.

Ahora bien: en lo que hace específicamente a los activos subyacentes de emisores soberanos, el Reglamento estatuye que únicamente podrán contratarse CDS sobre valores negociables de emisores soberanos, cuando tal transacción no conduzca a una posición descubierta. Así, **la regla general es la prohibición de constituir “naked CDS” sobre bonos soberanos**. Ello, porque se ha considerado que la realización de una permuta de cobertura por impago soberano sin una verdadera exposición al riesgo subyacente frente puede tener un impacto negativo en la estabilidad de los mercados de deuda soberana.

No obstante, esta **restricción podrá ser suspendida por la autoridad competente** cuando existan indicadores que revelen que el mercado de deuda soberana de su Estado o entidad no funciona correctamente y que dichas restricciones podrían tener un impacto negativo en el mismo, aumentando el costo de la financiación (o, lo que es lo mismo, la tasa de riesgo exigida por los inversores). Los indicadores a tener en cuenta en tal valoración son – como se dijo- la tasa de interés pretendida por los inversores; la ampliación de la diferencia entre esta tasa y la obtenida por otros emisores soberanos; la ampliación de la prima de cobertura requerida por las partes vendedoras respecto de determinado activo soberano, en comparación con la exigida para los otros títulos; entre otros. Mediando tales circunstancias, y previa comunicación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), podrá darse una autorización de hasta un año para que se negocien “naked CDS” respecto de uno o más títulos soberanos, la cual podrá ser renovada semestralmente siempre que perduren las circunstancias que ameritaron el tratamiento excepcional¹³¹.

¹³⁰ Incluso en el Considerando 21º del Reglamento, se explicó que *“Las permutas de cobertura por impago soberano deben basarse en el principio de interés asegurable, reconociendo al mismo tiempo que pueden existir intereses en un emisor soberano distintos de la propiedad de instrumentos de deuda soberana. Dichos intereses incluyen la cobertura del riesgo de incumplimiento del emisor soberano siendo que la persona física o jurídica mantiene una posición larga en la deuda soberana de ese emisor, o la cobertura del riesgo de una disminución del valor de la deuda soberana cuando la persona física o jurídica posea activos o esté sujeta a pasivos que se refieran a entidades del sector público o privado en el Estado miembro en cuestión cuyo valor guarde una correlación con el valor de la deuda soberana. Dichos activos deben englobar los contratos financieros, una cartera de activos u obligaciones financieras, así como las operaciones con tipos de interés o de permuta de divisas, con respecto a los cuales la permuta de cobertura por impago relacionada con deuda soberana se utiliza como un instrumento de gestión de riesgo de la contraparte para cubrir la exposición en contratos financieros y de comercio exterior. Ninguna posición o cartera de posiciones utilizadas en el contexto de cobertura de exposiciones frente a un emisor soberano debe considerarse una posición descubierta en una permuta de cobertura por impago soberano”*.

¹³¹ Reglamento, Artículo 14.

En consideración de lo recién expuesto, el Reglamento también contempló el escenario de una potencial autorización a la negociación de CDS descubierto sobre bonos soberanos, al estipular que los inversores con posiciones significativas en tal clase de instrumentos –conforme los criterios que disponga la Comisión Europea- deberán cumplir con un especial régimen informativo¹³². Obligación ésta, que será igualmente exigible tanto a los residentes de la Unión, como a los extranjeros¹³³.

En tal contexto, la declaración deberá ser entregada a las autoridades que resulten competentes según cual fuese el valor negociable soberano sobre el cual se esté informando, debiendo especificarse no solo los datos objetivos de las transacciones (esto es: monto, emisor del activo subyacente y fecha del contrato de cobertura), sino que además deberá denunciar la identidad de la persona física o jurídica que mantenga la pertinente posición. En razón de la sensibilidad de este último dato, el propio Reglamento estipula que dicho intercambio de datos deberá darse bajo una garantía de confidencialidad suficiente. A su vez, las referidas autoridades competentes han de retransmitir los datos recopilados y debidamente procesados a la AEMV con una periodicidad trimestral; sin perjuicio de que la autoridad continental podrá cursar pedidos de informes específicos. Finalmente, todo inversor con posiciones significativas deberá conservar durante de cinco años la información sobre las posiciones que conforman dicha calidad de “significativas”¹³⁴.

Para controlar todo este complejo sistema, el Reglamento confirió amplias facultades a las autoridades competentes, autorizándolas a limitar incluso la posibilidad de contratar CDS tradicionales sobre valores soberanos cuando se den simultáneamente dos condiciones: a) se hayan producido hechos o circunstancias adversos que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en el Estado miembro en cuestión o en otro u otros Estados miembros; y b) la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza y no tenga un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas¹³⁵. Sumado a ello, las autoridades competentes podrán exigirle a determinados inversores que contraten CDS, que expliquen el objeto de la operación y justifiquen si su finalidad sea la cobertura de un riesgo subyacente o bien se trata de una operación sin interés asegurable¹³⁶.

¹³² *Reglamento*, Artículo 8

¹³³ *Reglamento*, Artículo 10.

¹³⁴ *Reglamento*, Artículos 9 y 11.

¹³⁵ *Reglamento*, Artículo 21.

¹³⁶ *Reglamento*, Artículo 33.3.

Complementariamente, en caso de que ocurrieren situaciones de emergencia financiera respecto de los activos soberanos o a sus CDS, se habilitarán las facultades extraordinarias conferidas por el Reglamento 1095/2010 al Consejo Europeo, que le permiten dictar instrucciones obligatorias a las autoridades nacionales o a la AEVM; e incluso a uno o varios participantes particulares del mercado en emergencia, cuando aquellas no hubiesen cumplido debidamente con las instrucciones cursadas¹³⁷. Ciertamente, tales facultades son excepcionales y de duración limitada, contempladas para situaciones de entidad tal que puedan desestabilizar gravemente a todo el bloque europeo. Asimismo, la AEVM tendrá facultades de investigación de oficio para analizar y denunciar aquellas maniobras o procedimientos financieros –incluyendo los relacionados con CDS- que pudieren constituirse en amenaza potencial para el mercado financiero¹³⁸.

MARCO REGULATORIO EN ESTADOS UNIDOS:

La otra gran usina regulatoria de los CDS, han sido los Estados Unidos de Norteamérica. Si bien en forma relativamente distinta a la optada por la Unión Europea, el gobierno de Washington también consideró que el mercado de derivados necesitaba una profunda revisión de sus paradigmas más básicos.

En este contexto, cuando todavía se sentían las ondas expansivas de la crisis de 2008 y mientras aún se discutía la pertinencia del salvataje prestado por la Reserva Federal a AIG, los congresistas norteamericanos se embarcaron en un fuerte debate respecto de la admisión o prohibición de la existencia de CDS en el mercado de capitales nacional. La discusión se convirtió por momentos casi en un juicio criminal, en el cual los CDS eran los principales acusados de haber causado la debacle financiera, y en el cual los fiscales pedían la pena de muerte para este derivado financiero.

La profunda discusión se dio en el marco de los debates legislativos sobre la hoy mundialmente reconocida Ley Dodd-Frank (en adelante, LDF), así como de ciertas reformas de fondo en las ya clásicas Securities Exchange Acta (SEA) y Securities Act (SA).

La Ley Dodd-Frank de reforma financiera y de protección de los consumidores (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376*

¹³⁷ *Reglamento*, Artículo 29; que remite a los Artículos 18 y 38 de la Resol. 1095/2010.

¹³⁸ *Reglamento*, Artículo 31.

(2010) debe su nombre al congresista Barney Frank y al senador Chris Dodd y entró en vigor el 11 de julio de 2010. Esencialmente, constituyó una necesaria reacción contra la crisis ocurrida en 2008. La Ley acomete una profundísima reforma financiera –además de ocuparse de materias tales como seguros, hipotecas y regulación bancaria-, con el objetivo de devolver a los inversores la confianza en la integridad del sistema financiero. En particular, propende a establecer reglas claras de juego en los mercados de securitización de activos, mercados de derivados y agencias calificadoras de riesgo; y a erradicar la política de “too big to fail” (una especie de cláusula de rescate de los grandes actores financieros por parte de la Reserva Federal).

Los ejes centrales de la LDF pasan por:

- instrumentar mecanismos que refuercen la protección de los ciudadanos de a pie frente a los negociados de los grandes actores del mercado financiero, posibilitando también que la voz del pequeño inversor sea oída por las agencias responsables del control del mercado;

- implementar mecanismos y reglas para prevenir, supervisar, desactivar y morigerar aquellos factores que potencien el riesgo sistémico del mercado financiero, haciendo hincapié en requerimientos de capitales mínimos, reaseguros no cruzados, *corporate governance* y obligaciones informativas de profundo alcance;

- reforzar la colaboración internacional, coordinando iniciativas con otros bloques y Estados y promover la formación de entidades transnacionales que sirvan como foros de discusión, implementación y control de las normativas y políticas locales.

Como era de esperar, una reforma de tal magnitud y relevancia no estuvo –ni está– exenta de fuertes discusiones entre sus promotores y detractores. Así, por un lado, el presidente Barack Obama –promotor de la iniciativa- dijo: “[La LDF] frena el abuso y el exceso que casi destruye nuestro sistema financiero. Finalmente, traerá transparencia a todas las complicadas y riesgosas transacciones que detonaron la crisis (...) Gracias a este Ley, el pueblo norteamericano nunca más deberá pagar por los errores de Wall Street. No habrá más rescates con fondos de los contribuyentes”¹³⁹.

¹³⁹ OBAMA B.; (21 de Julio de 2010); “Remarks by the President at Signing of Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” (transcripción disponible en <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-signing-dodd-frank-wallstreet-reform-and-consumer-protection-act>).

En la vereda opuesta, el líder de la minoría en el Congreso, el republicano John Boehner –quien presentaría un proyecto para dejar sin efecto la LDF apenas un par de días luego de que la misma fuera aprobada- sostuvo: *“La normativa de regulación financiera que el Presidente firmó esta semana es tan sólo una nueva traba estatal que impedirá la recuperación de los puestos de trabajo. Otorga ventajas permanentes a los aliados del Presidente en Wall Street, a costa de los pequeños emprendedores y bancos comunitarios de todo el país. Francamente, es más de lo mismo”*¹⁴⁰. Gran parte del ala más liberal de la sociedad norteamericana, en efecto, consideraba que la culpa de la crisis no era de los instrumentos financieros, sino más bien de la intervención estatal en la economía, que había fogueado la contratación irresponsable de hipotecas y el consumo masivo de la sociedad.

Ahora bien: fue en el marco de esta refundación del sistema financiero estadounidense, que tuvo lugar la discusión sobre la admisión de los CDS –y especialmente, de los *“naked CDS”*- en el nuevo paradigma que se estaba creando. El debate contó con la participación no sólo de los congresistas y senadores, sino también de los titulares de las agencias gubernamentales vinculadas a la materia, y de gran parte de los protagonistas del mercado financiero y bancario estadounidenses.

Hasta ese entonces, los derivados de crédito habían quedado en una especie de *no-men land* regulatorio, acomodándose en los intersticios del sistema legal norteamericano de forma tal de quedar excluidos del marco de competencia de todas las agencias gubernamentales relacionadas con la materia financiera. En particular, en el año 2000 se insertó una cláusula de reforma en la Commodity Futures Modernization Act, por la cual se eximió expresamente de reglamentación a los derivados financieros.

Ya en Octubre de 2008, el por entonces Superintendente de Seguros del Estado de Nueva York, Eric Dinallo, había manifestado sus reservas respecto de la existencia de *“naked CDS”*: *“Es vital entender la naturaleza de los “naked CDS”. En un principio, los CDS fueron diseñados y usados para mitigar el riesgo asumido por los inversores... Pero con los “naked CDS”, no existe tal mitigación de riesgo. En realidad, lo que hay es creación de riesgo...”*¹⁴¹. Por su lado, el propio Barney Frank (presidente del Comité de Servicios Financieros de la Cámara

Traducción propia.

¹⁴⁰ BOEHNER, J.; (22 de Julio de 2010) *“Reform Fannie and Freddie? Fuhgeddaboudit!”*; en <http://johnboehner.house.gov/News/DocumentSingle.aspx?DocumentID=199958>.

Traducción propia.

¹⁴¹ Declaración del Superintendente de Seguros del Estado de Nueva York, Eric Dinallo, ante el Comité de Control y Reforma Gubernamental de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos de Norteamérica, 7 de Octubre de 2008 Traducción propia.

de Representantes) sostuvo a mediados de 2009 que la prohibición de “*naked CDS*” era una de las alternativas que se estaba manejando con mayor seriedad en el equipo legislativo; postura que era respaldada por otros congresistas.

Por el contrario, otros funcionarios de talla, como el Secretario del Tesoro Timothy Geithner, defendieron las ventajas de los “*naked CDS*”, destacando su función económica como fuentes de liquidez e información de los mercados de los activos subyacentes¹⁴²; agregándose además –en la misma tesitura- que sin la existencia de CDS varios de los inversores en el mercado financiero revisarían estrictamente su decisión de participar en el mismo, dado que la inexistencia de medios de cobertura les haría asumir riesgos que no estarían decididos a aceptar¹⁴³. Se controversió también duramente la asimilación de los CDS y los seguros, tildándola de simplista, toda vez que aquellos tenían un objetivo y un campo de acción mucho más amplio que éstos¹⁴⁴. Finalmente, se criticó el incremento regulatorio propuesto por los reformistas, aludiendo que el propio mercado había adoptado las medidas necesarias y suficientes para evitar un nuevo desastre financiero y que la normativa proyectada por el senador Dodd había quedado ya anticuada aún antes de su tratamiento legislativo¹⁴⁵.

Finalmente, se alcanzó una tercera vía que dejaba satisfechos a todas las partes –contando además, con el apoyo del presidente Barack Obama-: los “*naked CDS*” serían aceptados en la nueva configuración del mercado financiero norteamericano, pero necesariamente sometidos –como otros derivados considerados “desestabilizantes”- a las nuevas reglas de transparencia, garantías mínimas y procedimientos de compensación establecidos por la normativa en gestación¹⁴⁶. De esta forma –y pese a las críticas expresadas por algunos sectores que se oponían al incremento del control estatal sobre los OTC- podría conservarse sus efectos beneficiosos para la economía, morigerando y controlando el riesgo sistémico que tales derivados conllevan.

¹⁴² KOPECKI, D. y HARRINGTON, S.; *Op. Cit.*, pp. 1-2

¹⁴³ Testimonio de Erik Sirri, Director de la “Division of Trading and Markets” de la SEC, ante el Comité de Agricultura de la Cámara de Representantes del Congreso de los Estados Unidos, 20 de Noviembre de 2008.

¹⁴⁴ MASSON, D. M; (5 de mayo de 2010); “The Senator Has No Clothes: Why a Ban on “Naked” Credit Default Swaps Is Ill-Advised and Impractical”, en *WebMemo* n° 2887, Ed. The Heritage Foundation, p. 2

¹⁴⁵ MASSON, D. M; (31 de marzo de 2010); “Senator Dodd and Derivatives: How the Market Has Made Regulation Redundant”, en *WebMemo* n° 2850, Ed. The Heritage Foundation, p. 2/3.

¹⁴⁶ KOPECKI, D. y HARRINGTON, S.; *Op. Cit.*, p. 2-3.

Así las cosas, corresponde analizar cómo ha quedado configurada la regulación de los CDS en general –y de los “*naked CDS*” en particular, en aquellos casos que se haya dispuesto algo sobre ellos- a partir del paquete de reformas aprobado en 2010.

Reparto competencial:

A partir de la LDF, la competencia de contralor sobre los swaps fueron repartidas entre dos agencias: la Security and Exchange Commission (SEC), que tendrá a su cargo lo relativo a los swaps sobre valores negociables subyacentes (*security-based swaps*)¹⁴⁷; y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), quien entenderá en los contratos de swaps no basados en valores negociables subyacentes¹⁴⁸. En este contexto, el grueso de las diversas clases de CDS estará bajo la órbita de la SEC; sin embargo, la CFTC se reservó la facultad de contralor respecto de los CDS sobre índices “*broad based*”¹⁴⁹, en los cuales la dispersión de valores negociables que los conforman desdibujan el concepto de un derivado apoyado en uno o más valores negociables cuyo rendimiento y evolución determina el propio rendimiento y evolución del CDS.

Por otra parte, la LDF –consciente de la interconexión existente en los mercados financieros transfronterizos- reguló las facultades de la SEC frente a los mercados de swaps foráneos. En tal sentido, la regulación dispuso que si a criterio de la agencia de contralor, la regulación de los *security-based swaps* en algún Estado extranjero podría tener consecuencias desestabilizantes sobre el mercado financiero norteamericano, podrá la SEC –previa consulta con el Secretario del Tesoro- prohibir que cualquier entidad o agente domiciliado en aquel Estado participe en cualquier clase de operaciones con tales derivados financieros a ejecutarse en Estados Unidos¹⁵⁰. De esta forma, se intenta eliminar elementos disruptivos ajenos al

¹⁴⁷ SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 68: se considera “*security-based swap*” a todo acuerdo, contrato o transacción de *swap* cuyo objeto de referencia es un índice o canasta “*narrow based*” de valores negociables; o bien un determinado valor negociable; **o bien la ocurrencia, no ocurrencia o magnitud de ocurrencia de un evento vinculado a determinado emisor de valores negociables, siempre que dicho evento afecte directamente la situación financiera del emisor referido** (el resaltado es propio).

Quedan incorporados a la definición, además, los denominados “*mixed swaps*”, los cuales tienen como referencia tanto valores negociables como tasas de interés, commodities, tipos de cambio, etc.

¹⁴⁸ LDF, Sección 2, Subsección 12B, Inciso XIII y Subsección 12C, Inciso VIII.

¹⁴⁹ La SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 55, Inciso (B), establece una distinción entre dos clases de índices o canastas de activos subyacentes: las “*narrow based*” y las “*broad based*”. Aquellas serán las que no conjuguen más de nueve activos financieros simultáneos, de los cuales uno de ellos por lo menos representa más del 30% del conjunto y los primeros cinco sumados, más del 60% de aquel, amén de algunos otros requisitos más específicos.

Por el contrario, toda canasta o índice que no se corresponda con dichos parámetros, será catalogado como “*broad based*”.

¹⁵⁰ LDF, Sección 715.

control directo de la SEC y, al mismo tiempo, se evita que una mera mudanza de agentes o domicilios permita a los actores del mercado norteamericano eludir las nuevas disposiciones de control vigentes.

Sin perjuicio de este desdoblamiento de autoridades, la normativa específicamente reglamentaria fue emitida conjuntamente por ambas entidades, a finales de 2012¹⁵¹.

Naturaleza jurídica:

Como se anticipó en los párrafos precedentes, la LDF no modificó el encuadre jurídico clásicamente otorgado a los CDS; esto es: conservó su calificación como **valores negociables**. El referido encuadre se consagra expresamente en la SA, cuando se dispone que el concepto de “*security*” definido en la norma –que constituye el eje del ámbito de aplicación de la misma, equivalente al de “valores negociables” del artículo 2 de la Ley 26.831- incluye a los *security-based swaps*¹⁵².

Incluso la propia normativa se encargó de erradicar cualquier relación entre los CDS y la materia de seguros –disposición obvia, si se tiene en cuenta la admisión de los “*naked CDS*” en el sistema-, al disponer que ningún swap debía ser considerado como seguro ni ser regulado como tal por ninguno de los Estados de la Unión¹⁵³. A mayor abundamiento, en ocasión de emitir la reglamentación específica, la SEC expresamente explicó que: “*A diferencia de un seguro, los credit default swap (“CDS”) no requieren que el comprador de protección posea el activo subyacente respecto del cual el CDS se ha emitido (...) En razón de no ser necesaria la existencia de un interés asegurable (aunque el mismo podría existir incidentalmente en cualquiera de tales contratos) la Comisión entiende que el requisito de la existencia constante de un interés asegurable es lo que distingue a los CDS de los seguros (...) En segundo lugar, el requisito de que exista una pérdida probada para el beneficiario y el limitar cualquier pago o indemnización al valor real del interés asegurable ayuda a distinguir los CDS de los seguros*”¹⁵⁴.

¹⁵¹ 17 CFR Parts 230, 240 and 241 Release No. 33-9338; 34-67453; File No. S7-16-11 RIN 3235-AK65 “*Further Definition of “Swap,” “Security-Based Swap,” and “Security-Based Swap Agreement”; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping*”.

¹⁵² SA, Sección 2, Subsección (a), Apartado 1.

¹⁵³ LDF, Sección 772, Subsección (b).

¹⁵⁴ SEC; (2012); “*Further Definition of “Swap,” “Security-Based Swap,” and “Security-Based Swap Agreement”; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping*”; pp. 25-26. Traducción propia.

Esa declaración fue precisamente la que mantuvo vivos a los *naked CDS*, en los cuales la carencia de un “interés asegurable” los habría conducido a la ilegalidad de haberse regulado estos derivados bajo el régimen de los seguros.

Los sujetos de control:

Vimos pues que la competencia de supervisión de la SEC en materia de swaps está construida sobre una base objetiva –la calidad de *security based swap*¹⁵⁵-. Mas obviamente, no podría requerírsele a la agencia gubernamental que controle todos y cada uno de los contratos de swaps que ocurran en el segmento *OTC*, pues ello sería no sólo una tarea imposible, sino además altamente ineficiente. Por ello, la obligación de contralor es inmediatamente refinada y delimitada por la LDF sobre un parámetro subjetivo, toda vez que la entidad únicamente deberá controlar la actividad relativa a los contratos de swaps en los que participe un sujeto que deba estar registrado ante la Comisión como “*security-based swap dealer*” en virtud de la SEA.

Siguiendo la remisión normativa hasta la SEA, precisamente ésta construye el concepto de *security-based swap dealer* desde un enunciado genéricamente abarcativo, para luego ir limitando progresivamente el universo de sujetos alcanzados. Así, a priori será reputado *security-based swap dealer* toda persona que se dedique en **forma habitual** a la comercialización de esta clase de derivados, ya sea como parte del contrato de swap, o bien como mercado, agente de información, registro o ejecución¹⁵⁶. Corresponde destacar que el parámetro determinante para la inclusión de un sujeto en ésta categoría es la *habitualidad*, excluyéndose a aquellos participantes que aun habiendo tomado posiciones en swaps, no hagan de ello su actividad regular¹⁵⁷. En consonancia con este criterio, la referida Sección excluye también a las entidades que si bien pueden haber contratado en forma reiterada estos derivados, lo hayan hecho sólo como un complemento de los negocios principales que hubieren concertado con sus clientes y conforme los parámetros que oportunamente reglamente la SEC¹⁵⁸.

Precisamente, la SEC ha hecho propios una serie de criterios o parámetros publicados por la CFTC para determinar si un agente financiero ha de ser encuadrado como *dealer* de CDS; a saber: cuando la actividad del sujeto consista en proveer liquidez al mercado mediante la

¹⁵⁵ Un listado meramente enunciativo se establece en SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 79.

¹⁵⁶ SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 71 (a).

¹⁵⁷ SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 71 (c).

¹⁵⁸ SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 71 (d).

operatoria de CDS; cuando asesoren a terceros respecto esta clase de derivados; cuando tengan una clientela indeterminada y/u ofrezcan cualquier clase de servicios sobre CDS al público en general; cuando revistan la calidad de *dealers* ante entidades relevantes en este mercado (como el ISDA); cuando operen con agentes dedicados a operatorias entre *dealers*. Completando este panorama, la SEC ha manifestado que no resultarán relevantes –a los efectos de la categorización como dealer- ni la voluntad del sujeto de serlo, ni la circunstancia de que las operatorias con CDS sean su negocio principal o un negocio secundarios. Asimismo, si la contratación de tales contratos ha tenido una finalidad de cobertura de riesgo de la propia cartera del agente o de una cartera ajena pero respecto de la cual el agente tiene una obligación de administración, ello suele indicar que no estaría actuando como *dealer* en esa oportunidad¹⁵⁹.

Este universo, a su vez, se delimita en función del volumen de actividad que registre el sujeto en concreto. Actualmente¹⁶⁰, quedan alcanzados por esta categoría, aquellos participantes que registren alguno de los siguientes resultados (*de minimis threshold*): (a) **8.000 millones de dólares de valor nocional bruto de CDS**; o (b) 400 millones de valor nocional bruto compuestos por las demás clases de security-based swaps, o 25 millones cuando se tratase de una “entidad especial”.

Asimismo, la SEA admite una limitación complementaria al concepto de *dealer*, disponiendo que algunos de ellos pueden revestir ésta categoría respecto de todas las clases de *security-based swaps*, mientras que otros lo serán tan sólo con relación a una o más clases determinadas de derivados¹⁶¹. Ésta subdivisión en *dealers genéricos o universales*, y *dealers específicos*, resulta de trascendental relevancia en nuestro objeto de estudio, toda vez que únicamente deberán registrarse como *dealers de CDS* aquellos agentes financieros que específicamente se dediquen a la comercialización habitual de estos derivados en particular.

Pero no sólo los *dealers* se encuentran contemplados en la SEA. En efecto, la *aggiornada* normativa financiera norteamericana también receptó el concepto de “*major security-based swap participant*”¹⁶². Tal categoría engloba a todo aquel sujeto¹⁶³ que sin ser

¹⁵⁹ RIN 3038-AD06, Exchange Act Release No. 66868, at. 55 y 89-93

¹⁶⁰ Al momento de escribir estas líneas, éstos son los valores vigentes. Sin embargo, en Septiembre de 2015, la SEC revisará tales parámetros y podrá modificarlos si lo considera oportuno. Según el cronograma teórico adoptado por la agencia –que tiende a la ampliación del escenario de control-, el supuesto (a) será reducido a 3.000 millones de dólares; mientras que el (b) lo será a 150 millones de dólares.

¹⁶¹ SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 71 (b).

¹⁶² SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 67.

dealer –esto es, sin comercializar habitualmente esta clase de derivados-, posee una “*posición sustancial*” en un determinado *security-based swaps* considerado “relevante” por la SEC; o bien, que ha creado o puede llegar a crear un importante *riesgo de contraparte* susceptible de tener serios efectos sobre la estabilidad de los mercados bancario y/o financiero de los Estados Unidos. Es competencia de la SEC reglamentar en concreto cuáles son los criterios para considerar que una entidad posee una “*posición sustancial*” en un determinado swap, debiendo prestar atención especialmente a la proporción de *swaps* respaldados por una contraparte central y a la existencia y calidad de contragarantías otorgadas.

Quedan incorporados a cada una de las categorías previamente explicadas, todas las personas consideradas “asociadas” a un *dealer* o *major participant* (socio, director, manager; controlante, controladas o vinculadas; e incluso los empleados de aquellas entidades)¹⁶⁴.

Como corolario lo antedicho, se desprende que la refundación del sistema financiero norteamericano ha tenido como uno de sus ejes fundamentales, la búsqueda de un mecanismo efectivo que permita a los órganos de contralor conocer quiénes son los participantes de cada uno de los mercados “relevantes” no regulados e identificar prontamente los focos de posible desestabilización sistémica. Conocimiento éste que, no obstante, no pretende ser general e irrestricto, sino más bien limitarse a aquellos elementos y sujetos cuya actuación pudiere dar lugar a desequilibrios. De esta forma, se pretende construir un sistema de contralor más eficiente evitando el dispendio de recursos en registraciones inocuas al sistema, al tiempo que se respeta en la mayor medida posible el carácter privado de estas transacciones financieras, asumiendo un seguimiento sobre las mismas tan sólo si ello puede tener efectos relevantes que trasciendan el mero negocio bilateral.

Asimismo, el legislador norteamericano ha demostrado ser conocedor de la dinámica y mutabilidad de los mercados financieros, y en tal sentido ha dispuesto cláusulas que expresamente habilitan a la SEC a “reglamentar” los criterios objetivos y subjetivos que habilitan su facultad de contralor. Ello además, le permitirá seguir el pulso del mercado y endurecer o relajar las obligaciones de sus participantes en razón de las necesidades que impongan las políticas financiera y monetaria de Washington.

Obligaciones informativas:

¹⁶³ La normativa excluye, no obstante, a los *pension funds* y a otros planes de inversión para retiro que contratan *swaps* relacionados con su cartera como una forma de minimizar la exposición al riesgo de ésta.

¹⁶⁴ SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 70.

En tal tesitura, la LDF impuso expresas obligaciones informativas respecto de los contratos de derivados. Así, todo *dealer* o *major participant* estuvo obligado a reportar sus posiciones vigentes –detallando sus respectivos términos y condiciones- a las entidades encargadas del registro y sistematización de tales datos (las “*security-based swap data repositories*”¹⁶⁵) dentro de los 180 días de entrada en vigencia de la Ley. Al unísono, la regulación dispuso que todo nuevo acuerdo de swap que se concertara entre la entrada en vigencia de la Ley y la entrada en efectividad de la Sección 3 (c), debía ser informado a los *repositories* en el término de 90 días¹⁶⁶.

Una vez en vigencia la Sección 3 (c), entró en efecto la obligación de informar en tiempo real y por vía electrónica la existencia de una transacción de *security-based swap*, detallando el volumen contratado y, especialmente, el precio acordado—ya que el objetivo de tales datos es facilitar a las partes el precio vigente en el mercado para el derivado en cuestión-. Este deber alcanza a todo *security-based swap* que deba ser sometido a *clearing* obligatorio –conforme se verá en el próximo apartado- o que haya sido sometido a tal procedimiento en forma discrecional. Asimismo, alcanza a todo derivado que sin estar sujeto a compensación centralizada, sea informado voluntariamente por las partes a la propia SEC o a un *security-based swap data repositories*¹⁶⁷. Finalmente, en Mayo de 2015, la SEC aprobó una reglamentación por la cual también se sometieron a deber informativo éstas últimas transacciones¹⁶⁸.

En este contexto, la SEC tiene facultades reglamentarias para establecer los detalles de la exigencia informativa, pero debiendo respetar dos criterios esenciales: mantener el anonimato de las partes contratantes de cada contrato de *swap* informado¹⁶⁹ y controlar que el cumplimiento de los requerimientos informativos no conlleven una afectación relevante de la liquidez del mercado de derivados.

¹⁶⁵ Término definido en SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 75. Conforme la Sección 13, Subsección (m), Apartado 1 (h), los CCP podrán registrarse y actuar simultáneamente como *repositories*. Los requerimientos y formas de actuación de los *data repositories* están reglamentados en 17 CFR Parts 232, 240, and 249, Release No. 34-74246; File No. S7-35-10, RIN 3235-AK79, “*Security-Based Swap Data Repository Registration, Duties, and Core Principles*”.

¹⁶⁶ SEA, Sección 3c, Subsección (e).

¹⁶⁷ SEA, Sección 13, Subsección (m), Apartado 1.

¹⁶⁸ 17 CFR Part 242; Release No. 34-74244; File No. S7-34-10, RIN 3235-AK80; “*Regulation SBSR—Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information*”.

¹⁶⁹ Este punto ha sido eje de una interesante discusión entre quienes sostienen la prevalencia del derecho de protección de datos personales, por un lado; y quienes argumentan –como ACHARYA- que la omisión de identificar a las partes mantiene latente la potencial concentración excesiva de riesgo en una o pocas entidades y cancela parte de las ventajas derivadas de la publicidad, pues impide a los compradores conocer la *externalidad del riesgo de la contraparte*.

La información recabada por las agencias de *clearing* deberá ser transmitida a un *repository* inscripto ante la SEC, quien deberá sistematizarla, ingresarla en un sistema único centralizado de alcance nacional –en el cual cada operador, producto, y parte contractual recibe un número de identificación único para todo el sistema- y conservarla conforme lo las reglamentaciones expedidas por la autoridad de contralor y siempre a disponibilidad de ésta. Especialmente, los *repositories* tendrán el deber de confirmar con las partes del contrato, la veracidad de los datos cursados por la agencia de *clearing*. Asimismo, asumirán una obligación de confidencialidad para con los contratantes, sin perjuicio de la cual podrán informar todos los datos recabados a las diferentes unidades gubernamentales –nacionales o foráneas- que le sean indicadas por la SEC, siempre que exista solicitud por escrito y compromiso de la agencia requirente de no afectar el derecho de privacidad de las personas cuyos datos sean transferidos¹⁷⁰.

Complementariamente, la SEC tendrá a su cargo la publicación de los datos recabados, a través de un reporte general semestral, en el cual se expongan los resultados agregados de todas las transacciones vigentes a la fecha de corte respectiva –identificando, aquí sí, a los principales participantes del mercado de swaps¹⁷¹. La SEC puede, no obstante, delegar la obligación de publicación en los propios *repositories*.

Por otra parte, la LDF también incorporó la registración de los sistemas y plataformas de transacción en las cuales las partes negocian y ejecutan los swaps (las “*security-based swap execution facilities*”¹⁷²). Estos participantes del mercado, además del deber genérico de informar pública y periódicamente a los *repositories*¹⁷³, son sujeto de obligaciones más específica; por ejemplo, los CCP deben remitir a la SEC un informe sobre cada especie, tipo, clase o conjunto de *security-based swap* que planeen aceptar en su sistema de compensación, permitiendo con ello la revisión y encuadre de la SEC conforme se analiza en el párrafo siguiente¹⁷⁴. Asimismo, los *security-based swap execution facilities* tendrán la obligación de monitorear los derivados que ingresen a su sistema de compensación para prevenir manipulaciones, manejo de precios o disrupciones; para lo cual deberán instituir procedimientos de sistematización que le permitan mantener registro de todas las

¹⁷⁰ SEA, Sección 13, Subsección (n).

¹⁷¹ SEA, Sección 13, Subsección (m), Apartado 2.

¹⁷² Término definido en SEA, Sección 3, Subsección (a), Apartado 77; reguladas en detalle en la Sección 3d.

¹⁷³ SEA, Sección 3d, Subsección (a), Apartado 8.

¹⁷⁴ SEA, Sección 3c, Subsección (b), Apartado 2 (b).

transacciones asociadas al swap durante al menos 5 años; y entregársela a la SEC en cualquier oportunidad que ésta lo demande¹⁷⁵.

Contrapartes centrales (clearing):

La LDF introdujo en la SEA un capítulo específico relativo al clearing de los *security-based swaps*. El mismo dispone sin mayores rodeos que será **ilegal** el acto por el cual cualquier persona se constituya en parte de un contrato de swap que no haya sido registrado ante un CCP cuando la normativa reglamentaria hubiera dispuesto tal obligación¹⁷⁶.

Nuevamente, el legislador confirió a la agencia especializada la facultad para determinar concreta y dinámicamente, cuáles características de los swaps transados en el mercado los tornan relevantes para merecer ser constreñidos a pasar por el *clearing*¹⁷⁷. El proceso se inicia a través de la obligación informativa de los CCP enunciada en el párrafo anterior, cuyos datos son revisados por la SEC durante un plazo de 90 días –excepcionalmente prorrogables-, a fin de determinar si la clase, tipo o grupo de swaps sometidos a consideración merecen ser sometidos a compensación central obligatoria. Para ello, la SEC deberá sopesar diversas variables, tales como: la existencia de una pronunciada exposición al riesgo, la liquidez de que goza el derivado, los factores que determinan su precio, la capacidad de la CCP informante de hacer frente a las obligaciones de contralor y respuesta que implica la admisión de tales derivados y las seguridades que ésta pueda constituir en respaldo de tal actuación; entre otras consideraciones¹⁷⁸.

Incluso se ha contemplado la posibilidad de que la SEC realice el análisis de obligatoriedad de *clearing* de oficio; es decir, sin que previamente un CCP haya postulado su intención de incluir al swap específico en su sistema de compensación. Claro que en tales casos, si la autoridad determinase que efectivamente los derivados analizados deberían ser objeto de esta Sección, no puede pese a ello, obligar a los CCP a admitir tales clases o tipos de swaps en sus sistemas. Por esa razón, la norma habilita al regulador a imponer a ambas partes

¹⁷⁵ SEA, Sección 3d, Subsección (a), Apartados 4(b) y 5(b).

¹⁷⁶ SEA, Sección 3c, Subsección (a), Apartado 1.

¹⁷⁷ SEA, Sección 3c, Subsección (b), Apartado 1. Sin perjuicio de ésta facultad administrativa, el párrafo “b” de la disposición otorga poder de voz a los actores del mercado de derivados, al obligar a la SEC a habilitar un período de treinta días para la recepción de comentarios y sugerencias sobre la inclusión de determinada categoría de swaps en la obligación de *clearing*.

¹⁷⁸ SEA, Sección 3c, Subsección (b), Apartados 2 a 5.

del contrato la obligación de otorgar contragarantías o de estipular un sistema específico de márgenes de cobertura¹⁷⁹.

Mas no solo es el ente regulatorio quien tiene la facultad de imponer el *clearing* de los contratos derivados sobre valores negociables. En efecto, la SEA da un tratamiento especial a aquellas partes del swap no revistan la calidad de *security-based swap dealer* o *major security-based swap participant*, y que contraten el derivado con una que sí lo es. En ese escenario, y pese a que el swap en particular no haya sido declarado obligatoriamente compensable por la autoridad de contralor, el contratante “no habitual” tendrá el derecho de exigir que el contrato sea sujeto a *clearing* y de elegir a su sola satisfacción, el CCP que se utilizará para tal procedimiento¹⁸⁰. Esta facultad permite a la parte “débil” del contrato cubrirse ante el peligro de que su contraparte -quien por su calidad de *dealer* o *major participant*, probablemente haya ido acumulando una posición de mucho mayor riesgo- no pueda hacer frente a los compromisos asumidos e incumpla sus obligaciones. Nótese que, en esta cláusula en particular, el legislador norteamericano parece haber movido el foco de la protección: ya no es la estabilidad del sistema general lo que busca tutelar aquí, (la cual, se supone, estará protegido por las calificaciones de *clearing* mandatorio dispuestas por la SEC), sino más bien el negocio individual, el contrato particular; probablemente, con la intención de que los pequeños participantes del sistema recuperen la confianza en los *swaps* –perdida tras los incumplimientos de 2008- y otorguen mayor liquidez y volumen al mercado.

Ahora bien: pese a lo amplio de la regla, no debe pasarse por alto que igualmente la normativa admite varias excepciones tipificadas. Así, todo swap contratado con anterioridad a la entrada en efectividad de la Sección 3 (c), quedó exenta de la obligación de registrarse ante un CCP aún cuando sus términos y condiciones así lo mandasen; claro está, siempre y cuando se hubiese cumplido con el deber informativo establecido en la Subsección (e) de la referida Sección¹⁸¹. Por otra parte, la SEA expresamente excluyó del mandato a los *security-based swaps* en los cuales ninguna de las partes fuera una entidad financiera o, en su defecto, pudieran demostrar vías alternativas de reducción de la *externalidad de riesgo de la contraparte*. Sin embargo, tal vez la exclusión más destacada pase por el inciso (b) de la

¹⁷⁹ SEA, Sección 3c, Subsección (c), Apartados 2 y 3.

¹⁸⁰ SEA, Sección 3c, Subsección (g), Apartado 5.

¹⁸¹ SEA, Sección 3c, Subsección (f).

Subsección (g) (1): allí se libera de la obligación de *clearing* a quienes hayan contratado el swap como medio para “*cubrirse de los riesgos comerciales asumidos*”¹⁸².

Si bien la terminología es susceptible de interpretación, parecería que esta cláusula refiere a aquellos que han contratado el derivado para cubrirse de los vaivenes que pudiera sufrir el valor negociable subyacente en el cual hubiesen invertido como parte de su actividad. Dicho de otra forma: el legislador, pese a haberse decidido por admitir la existencia de “*naked CDS*” –o *naked swaps*, en general-, los ha colocado en una categoría de control más exhaustivo, al no permitirles excepcionarse *a priori* de su análisis respecto de la procedencia de la obligación de compensación central.

Finalmente, la SEA completa el panorama regulatorio ocupándose particularmente de los CCP. Sobre este punto, dispone como regla general que en todo *security based swap* cuya compensación sea obligatoria, está deberá hacerse ante un CCP registrado y habilitado por la SEC para esta clase de negocios. Sólo cuando no hubiese CCP habilitados que admitan la compensación de ese swap particular en su sistema, las partes podrán recurrir a otras contrapartes no registradas y/o habilitadas –mecanismo subsidiario para no dejarlas desprotegidas cuando el mercado no ofrece servicios a la medida de su contrato¹⁸³.

Por el contrario, los *swaps* exentos de *clearing* obligatorio, podrán ser compensados en cualquier CCP; nueva muestra de que la SEA pone todo su empeño en mantener controlados aquellos tramos del mercado que puedan ser desestabilizadores, y carece casi de interés en lo que hace a aquellos derivados que no configuran un riesgo sistémico.

Mediante la sistemática previamente ilustrada, la normativa norteamericana busca disminuir a niveles relativamente manejables la *externalidad de riesgo de la contraparte* y a la vez, formar una primera barrera de contención y rápida respuesta a las posibles crisis derivadas de un impago por parte de un vendedor de CDS¹⁸⁴. Sin perjuicio de ello, la normativa también ha sido consciente de que no todos los swaps existentes en el mercado contribuyen al riesgo sistémico del mismo; lo cual se ha visto reflejado particularmente en las excepciones admitidas en la Subsección (g).

¹⁸² SEA, Sección 3c, Subsección (g), Apartados 1 y 2.

¹⁸³ SEA, Sección 3c, Subsección (h).

¹⁸⁴ SEA, Sección 3d, Subsección (a), Apartado 7; allí dispone la facultad de emergencia de los CCP para determinar, en colaboración con la SEC, de suspender la negociación una o varias clases de swaps.

Pero la mayor probabilidad de repago y la reducción del riesgo sistémico no son las únicas mejoras buscadas mediante la implantación de CCP mandatorios. Así, la SEA se encarga también de promover la liquidez y circulabilidad de los derivados financieros, al disponer que los CCP deberán reconocer como “económicamente equivalentes” a todos aquellos swaps que tengan términos y condiciones similares, permitiendo con ello el intercambio entre los mismos¹⁸⁵. En tal sentido, recuérdese que a partir de la homogenización de condiciones promovida por ISDA, los CDS han visto notoriamente incrementada su fungibilidad y circulabilidad, características éstas que tienen la virtud de estabilizar al mercado y reducir su volatilidad.

Otras alternativas de garantía:

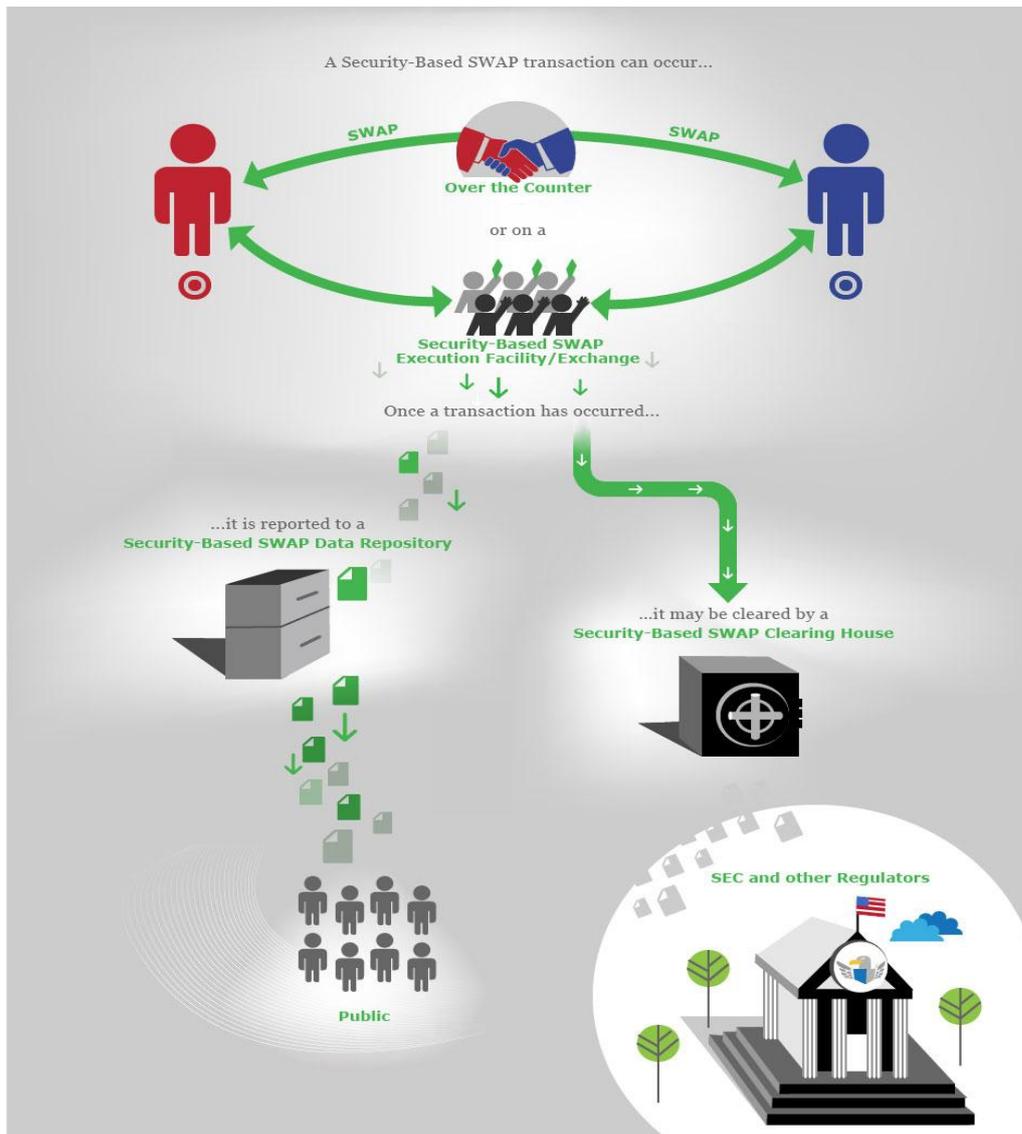
Vimos hasta aquí que, para la SEA, los CCP son el principal mecanismo de garantía a utilizarse en el mercado de los *security-based swaps*, tal como lo demuestra el hecho de haber dispuesto la obligación de compensación para aquellos derivados que acarreen riesgo para el sistema. Sin embargo, no es el único medio de cobertura que ha merecido la atención del legislador, quien también se ha ocupado de otorgar alternativas para aquellos derivados que no estuvieren sujetos al *clearing* mandatorio.

En tal sentido, cuando partes “no habituales” de un swap hayan contratado con un *dealer* o *major participant* sin haber optado por la contratación de un CCP –conforme vimos que lo permite la normativa-, éstas deberán informarle fehacientemente que tienen el derecho a exigirles la segregación, separación o retención de fondos como reaseguro de las obligaciones asumidas por éstas –una especie de encaje mínimo-. Dichos fondos deberán ser depositados en cuentas especiales, independientes de aquellas que el *dealer* o *major participant* utilice para sus operaciones de mercado, y únicamente podrán ser aplicados a inversiones permitidas por la SEC. Y si así y todo, la contraparte no requiriese tampoco la segregación del encaje, aún así existirá un mecanismo vigente en su favor, ya no de garantía, pero por lo menos de control. En efecto, el *dealer* o *major participant* deberá informar personalmente a la contraparte, en forma trimestral, que está cumpliendo en forma adecuada con las condiciones de seguridad o garantía que las partes hayan tenido en consideración en su contrato¹⁸⁶.

¹⁸⁵ SEA, Sección 3c, Subsección (a), Apartado 2 (a).

¹⁸⁶ SEA, Sección 3e, Subsección (f).

En consonancia con esta política de reserva de activos como respaldo de riesgo, la LDF estableció una política de “retención de riesgo” (risk retention) conforme la cual los acreedores financieros de determinada clase de deudas (v.g., hipotecas de baja calificación, prendas de automotores, etc.) deben mantener obligatoriamente en encaje hasta un 5% del valor del crédito otorgado, aún cuando hayan transferido el total del riesgo a otra entidad a través de CDS o cualquier otro instrumentos contratado a dicho efecto¹⁸⁷.



188

Limitación de posiciones:

A las obligaciones informativas y de compensación analizadas previamente se le suma un tercer factor de control del riesgo sistémico derivado de los CDS. Como se explicara

¹⁸⁷ LDF, Título IX, Subtítulo D.

¹⁸⁸ Fuente: <http://www.sec.gov/swaps-chart/swaps-chart.shtml>

en otro capítulo de este escrito, uno de los catalizadores de la crisis de 2008 fue la concentración del riesgo en unos pocos –pero importantes– actores del sistema financiero (especialmente AIG), cuya propia inestabilidad potenció las consecuencias de la debacle.

Ante dicha experiencia, y con el afán de prevenir futuros escenarios como aquel, la SEA confirió a la SEC la facultad de establecer limitaciones en el tamaño de las posiciones que un mismo sujeto podría tener sobre determinado *swap*. Así, la SEC podrá requerirles a los participantes del mercado que informen la suma agregada de posiciones que hayan contratado en un determinado *security-based swaps* junto con las posiciones que tengan en los valores negociables subyacentes de aquel CDS, así como en índices, canastas de títulos y cualquier otro negocio que los contengan¹⁸⁹. Idéntica información deberá ser requerida por las entidades autorreguladas a sus participantes cuando la SEC así lo indique.

Un mensaje político. La prohibición de ayuda federal:

Más allá de las reformas procedimentales y de fondo que trajo la reforma de 2010 –y que fueran analizadas en los apartados anteriores–, no puede obviarse el trasfondo político que caracterizó a la discusión. Ante la extraordinaria crisis, el gobierno norteamericano se vio obligado a replantearse las bases fundamentales del sistema financiero en general; y muy particularmente, el rol que el Estado debía tener ante debacles financieras de tal envergadura. Recuérdese, en tal sentido, la catarata de críticas que levantó la decisión de salvar a AIG de su propia falta de escrúpulos y previsión–incluso entre los propios actores del sistema financiero–. Así las cosas, los congresistas no fueron ajenos a los reclamos y se determinaron a dar un mensaje claramente político: excluir el principio de “*too big to fail*” de la nueva matriz regulatoria financiera.

El principio de “*too big to fail*” enuncia que existen ciertos actores de la economía cuya quiebra o desaparición pueden causar una crisis sistemática en la misma; en razón de tal circunstancia, el Estado tendría la obligación de intervenir en las situaciones de crisis que atraviesen dichas entidades, a fin de preservar su estabilidad para evitar una onda expansiva al resto del entramado económico. Si bien esta regla suele ser una útil herramienta para poner coto a los efectos de ciertas crisis, se ha sostenido que a largo plazo, la existencia de tales políticas otorgan una injusta ventaja competitiva a los mayores actores de la economía por sobre los demás ciudadanos, y todo ello a costa de fondos de los contribuyentes; asimismo, crearían incentivos para tomar riesgos excesivos en el management de las corporaciones

¹⁸⁹ SEA, Sección 10b.

consideradas *too big to fail*, ya que sus ejecutivos cuentan con el respaldo de que serán rescatadas por el Estado en caso que las estrategias comerciales arrojen pérdidas.

Ahora bien: a partir de la LDF, el gobierno federal tiene absolutamente prohibido otorgar cualquier clase de “asistencia especial” a los *dealers* o *major participants* del mercado de *swaps* en general, y de los *security-based swaps* en particular, aún cuando fueran considerados “*too big to fail*”; entendiéndose como “asistencia especial” todo crédito, garantía, adelanto u operación de descuento que no sea parte de un programa de asistencia de base amplia e impersonal. Con la nueva regla, pasan a ser ilegales todas las ayudas financieras otorgadas sobre *one-to-one basis*, como la conferida a AIG. Sólo quedarán exceptuadas de tal prohibición los *dealers* o *major participants* que revistan la categoría de “*insured depository institution*”¹⁹⁰ o bien que sean controlantes, controladas o vinculadas a una de tales instituciones, siempre que además cumplimenten los requerimientos que a tal efecto impongan la SEC y/o la Reserva Federal, en el marco de sus respectivas competencias¹⁹¹. Ello así, porque en ese caso las entidades estarán bajo el constante control de la Reserva Federal y del FDIC, y deberán cumplimentar las reglas de riesgo, encaje de capital, control y régimen informativo previstas por las Secciones 165, 171 y cc. de la LDF.

Más aún: se estableció expresamente que los recursos fiscales no podrán ser utilizados jamás para evitar que un *dealer* o *major participant* que como resultado de su actividad en el mercado de los *swaps* caiga en cesación de pagos o en circunstancias que ameriten la designación de un liquidador judicial (*receivership*), deba enfrentar las consecuencias legalmente previstas para tales situaciones. En la misma sintonía, todos los contratos de tales derivados que la entidad en cuestión hubiese concertado, deberán ser resueltos o transferidos a terceros, debiendo cubrirse los costos de tal proceso con el propio patrimonio de la entidad en crisis, y nunca con fondos fiscales¹⁹². No caben dudas que la experiencia de AIG había calado hondo en la opinión pública estadounidense, y se necesitaba una expresa declaración por parte del Gobierno de que los fondos públicos aportados por los contribuyentes no volverían a ser utilizados para salvar a los especuladores irresponsables.

Pero aún las propias *insured depository institution* enfrentarán estrictas restricciones para quedar habilitadas a recibir asistencia federal en relación a su actividad como *dealers* o

¹⁹⁰ Conforme la Sección 3 de la Federal Deposit Insurance Act, son tales los bancos, entidades financieras y/o entidades de ahorro que tienen asegurados sus depósitos en la **Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)**, una agencia del gobierno federal norteamericano equivalente a Seguro de Depósitos S.A. (SEDESA) existente en Argentina.

¹⁹¹ LDF, Sección 716, Subsecciones (a), (b) y (c).

¹⁹² LDF, Sección 716, Subsección (i)

major participants de *security-based swaps*, pues sólo estarán cubiertos (a) si limitan tal actividad a contratar tales derivados como una actividad complementaria y directamente relacionada con sus actividades permitidas, y; (b) siempre que el valor negociable subyacente tenga *investment grade*. Y es especialmente aquí donde el legislador norteamericano declaró de alguna forma su antipatía respecto de los CDS, al reglar en forma específica que no se considerará operación permitida –y por tanto, cubierta-, la contratación de CDS que no sean incluidos en algún sistema de *clearing* registrado ante la SEC¹⁹³.

La prohibición de “*proprietary trading in derivatives*”. El mercado de los *naked CDS*:

Por último, la LDF se prohibió a toda *insured depository institution* ejercer cualquier clase de *proprietary trading* sobre cualquier clase de derivados; entre ellos, obviamente, los *swaps* y los CDS¹⁹⁴. ¿Qué significa esto? Pues bien: se denomina *proprietary trading* a la actividad realizada por entidades financieras a través de la cual las mismas intentan obtener una ganancia directa del mercado, en vez de conformarse con el pago de una comisión. Dicho de otra forma: son aquellos negocios en los cuales las entidades financieras dejan de ser meros intermediarios o prestadores de servicios, y se convierten en verdaderos especuladores que podrán obtener beneficios o sufrir pérdidas dependiendo de cómo evolucione el activo que mantienen en cartera.

Ésta prohibición conlleva una profunda consecuencia en lo referente al mercado de los “*naked CDS*”. Es que, si se lee correctamente la disposición, se desprende claramente de ella que las *insured depository institution* no podrán adquirir posiciones compradoras en “*naked CDS*”, ya que precisamente los mismos no son sino derivados que especulan con la evolución de determinado activo subyacente, para obtener una ganancia o pérdida variable conforme se resuelva el repago de aquel. Por el contrario, nada les impediría contratar CDS tradicionales como parte compradora –para cubrir el riesgo de aquellos activos subyacentes que posean en cartera-, ni mucho menos como parte vendedora –ya que en tal escenario se limitaría a percibir una comisión por la cobertura-.

Claramente, esta medida apunta a obtener dos consecuencias simultáneas y complementarias: por un lado, reducir el riesgo sistemático derivado de que las entidades financieras de mayor relevancia tengan en sus carteras derivados financieros de marcada volatilidad; por el otro, evitar la formación de incentivos por los cuales tales entidades –con

¹⁹³ LDF, Sección 716, Subsección (d).

¹⁹⁴ LDF, Sección 716, Subsección (m).

gran peso propio en el sistema financiero nacional y mundial- se vean enfrentadas al *moral hazard* de alterar de alguna forma la evolución del mercado del activo subyacente a fin de potenciar sus propias ganancias o arbitrar el precio del derivado con el del activo subyacente.

Ahora bien, si tal ha sido la voluntad del legislador de la LDF; ¿podrían las *insured depository institution* constituirse en partes vendedoras de “*naked CDS*”? Realmente, no es fácil llegar a una conclusión certera en este punto. Cierto es que cuando la entidad se instituye en vendedora de un CDS –aún cuando sea “*naked*”-, sólo estará limitando sus ganancias a la percepción de la comisión cobrada como prima de cobertura. Hasta aquí, no habría pues ningún impedimento para que esta clase de actores financieros participen en este particular mercado de derivados. Sin embargo, no puede pasarse por alto que –tal como fuera expuesto en otro capítulo de este trabajo- la contratación de “*naked CDS*” puede alcanzar volúmenes siderales –al no hallarse limitado al monto de emisión del valor negociable subyacente- y potenciar con ello el riesgo sistémico ante un escenario en que la entidad financiera se viera obligada a cubrir un evento de crédito de grandes proporciones. Amén de ello, recuérdese que mientras en un evento de crédito de los CDS tradicionales, la parte vendedora generalmente recibía el título defaulteado o cuanto menos retenía de su pago un equivalente al real valor de mercado de éste, en los “*naked CDS*”, la apuesta es a todo o nada: ocurrido el evento de crédito, la entidad no recibirá nada a cambio, ni limitará su cobertura; sólo podrá cumplir abonando el total de lo pactado con la contraparte. En este contexto, reaparecen algunos de los incentivos de intervención en el mercado del activo subyacente que el legislador quiso erradicar al aprobar la prohibición en análisis.

El tratamiento de los CDS provenientes del exterior:

Como se explicara en algunos pasajes del capítulo anterior, uno de los mayores desafíos para toda entidad regulatoria es la de procesar y responder a la posible influencia que las transacciones de CDS que se realicen fuera de su jurisdicción, puedan tener en la misma. En efecto, tratándose éste de un mercado global e íntimamente interrelacionado, en el cual más del 80% de los contratos se realiza entre partes transnacionales, el factor foráneo no puede ser pasado por alto.

En este contexto, la propia SEC adoptó en Junio de 2014, las primeras Reglas Finales sobre *Crossborder Security-Based Swaps*¹⁹⁵. Estas Reglas se construyeron sobre tres ejes regulatorios, a saber: (1) establecer cuándo y de qué forma, los *security-based swaps* contratados por una entidad en mercados financieros de otros Estados deberán ser contabilizados en el análisis que determina si cierta entidad deber reputarse o no como *dealer* o como *major participant*; (2) establecer los criterios conforme los cuales se reconozcan como válidos y suficientes los procedimientos de contralor instituidos en otros Estados, de forma tal que el cumplimiento de los mismos habilite directamente a los sujetos nacionales del mismo a participar del mercado norteamericano sin necesidad de cumplir específicamente con la normativa local; y (3) la determinación de las competencias de control y sanción de la SEC respecto de aquellos derivados que se comercializan en mercados extranjeros, pero que tienen efectos en Estados Unidos.

En primer lugar, las Reglas disponen que toda “Persona Estadounidense” deberá informar a la SEC y contabilizar a los efectos regulatorios, no sólo las posiciones asumidas en el mercado financiero local, sino toda otra contratada en cualquier otro mercado del mundo. A tal efecto, designa como “Persona Estadounidense” a toda persona física residente en Estados Unidos y a toda persona jurídica constituida en ese país o que tenga su principal base de negocios allí –entendido esto como el lugar donde sus socios, directores o managers ejercen la mayor parte de su labor directiva-. A ello se suma que, según la normativa, todos los contratos de derivados concertados por las controladas y vinculadas a la entidad estadounidense, cualquiera sea el Estado de constitución o donde tengan sus negocios, serán también contabilizados cuando la entidad foránea haya cubierto su posición de *swap* abierta con un tercero a través de un contrato reverso con la Persona Estadounidense. Ello así, porque de esta forma la filial sería un mero intermediario en la transferencia de riesgo entre el tercero y la Persona, con lo cual el contrato se torna relevante a los efectos del control de la exposición asumida por una entidad.

¹⁹⁵ SEC, “Final Rules for Application of Security-Based Swap Dealer and Major Security-Based Swap Participant Definitions to Cross-Border Security-Based Swap Activities”, 17 CFR Parts 240, 241, and 250 [Release No. 34-72472; File No. S7-02-13] RIN 3235-AL25.

Por otra parte, la SEC también emitió una regulación específica sobre los criterios interpretativos para catalogar a los sujetos actuantes en CDS transfronterizos como *dealers* o *major participant*¹⁹⁶.

UNA APROXIMACIÓN LATINOAMERICANA: COLOMBIA

Hemos visto hasta aquí como se han regulado los CDS en dos de los principales mercados financieros del mundo. En ambos casos, se tratan de normativas relativamente recientes (apenas poco más de un lustro de vida), surgidas al calor de las experiencias vividas en 2008. Ahora bien: si las unidades económicas en las que se emiten y comercializan la mayor parte de los CDS del mundo recién han iniciado su derrotero regulatorio en esta materia, no ha de extrañar que el tratamiento de la misma sea nula en otras regiones donde el mercado de los derivados de créditos en general, y los CDS en particular, es ínfimo o directamente nulo. En este contexto, poco es lo que puede encontrarse a tal respecto en América Latina, donde la poca profundidad y volumen del mercado financiero y valores negociables (salvo Brasil) no ha construido aún los incentivos suficientes para la recepción de estos productos financieros en el ámbito local.

Sin perjuicio de lo antedicho, vale rescatar cierta normativa emitida por el Banco de la República colombiano (BRC), tiene el mérito de ser una de las pocas regulaciones sobre este punto que encontramos en esta parte del mundo.

En efecto, la Resolución Externa 8 de 2000 (con sus modificaciones y correlaciones pertinentes), que regula toda la materia cambiaria en aquel Estado, incorporó a partir del año 2008, una normativa de regulación de los derivados de crédito en general, incorporando una referencia expresa a los CDS en particular.

Es así que en la Sección II del Capítulo VIII del Título I de dicho cuerpo normativo, el BRC ha reglamentado los derivados financieros. Como regla general, se permite a los intermediarios del mercado cambiario y demás residentes colombianos celebrar operaciones de derivados financieros con otros intermediarios locales y/o extranjeros, pero sólo sobre tasas de interés, tasas de cambio e índices accionarios¹⁹⁷. Hay, por lo tanto, una limitación

¹⁹⁶ 17 CFR Parts 240, 241, and 250, [Release No. 34-72472; File No. S7-02-13], RIN 3235-AL25, "Application of "Security-Based Swap Dealer" and "Major Security-Based Swap Participant" Definitions to Cross-Border Security-Based Swap Activities".

¹⁹⁷ BRC, Resolución Externa 8 de 2000, art. 42.

objetiva con respecto a los instrumentos autorizados, apoyada en la variable que subyace al derivado. Haciendo un paralelismo con la normativa norteamericana, nótese que el BCR únicamente parece haber autorizado los *swaps* clásicos, mientras que ha prohibido –en general- la existencia de *security-based swaps*.

Sin perjuicio de ello, pocos párrafos después el BRC ingresa expresamente en la materia de los CDS, y estipula que las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia¹⁹⁸ podrán celebrar CDS con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional, siempre que cuenten con calificación crediticia de grado de inversión¹⁹⁹. Complementa el encuadre detallando que los CDS podrán hacerse sobre las inversiones en activos de renta fija emitidos en moneda extranjera por emisores externos, que se encuentren en el portafolio de inversiones de las entidades locales habilitadas por esta disposición. Colombia ha admitido, por tanto, la existencia de CDS en su legislación, bien que limitado a que la parte vendedora del mismo sea una entidad extranjera y que el activo subyacente también provenga de un emisor foráneo (buscando con ello que el riesgo del título sea transferido al extranjero, y que a su vez, los eventuales efectos desestabilizadores de tales derivados no repercutan sobre activos emitidos por deudores locales). Sin perjuicio de ello, cabe aclarar que la contratación de tales derivados no es absolutamente libre para las entidades colombianas, sino que deben previamente contar con la aprobación de la Superintendencia sobre el programa de cobertura que pretendan realizar con el CDS.

Pero ¿ha admitido la Resolución Externa toda clase de CDS? Pues no. La regulación claramente estipula que los únicos CDS válidos en el sistema financiero colombiano son los CDS tradicionales; pero parecería prohibir los *naked CDS*, no sólo con respecto a los activos subyacentes soberanos –como se hiciera en Europa- sino lisa y llanamente respecto de cualquier clase de valor negociable. En efecto, se exige que los contratos se realicen con el **propósito exclusivo de cobertura** sobre el riesgo de crédito del emisor del activo a cubrir. Esto es: se exige que la parte compradora tenga un interés asegurable al momento de contratar el derivado. Reafirmando esta idea, la reglamentación establece que el plazo del contrato deberá ser **menor o igual al plazo remanente del activo subyacente** sobre el cual se emite la protección, y que el **monto nominal del contrato deberá ser menor o igual al valor nominal**

¹⁹⁸ De acuerdo con las leyes colombianas vigentes, están sometidas a la Superintendencia Financiera las entidades legalmente autorizadas para la captación, manejo, aprovechamiento o inversión de recursos del público (v.g. bancos; compañías de financiamiento comercial; corporaciones financieras; cooperativas financieras; sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía; comisionistas de bolsa; sociedades administradoras de inversión; fondos de inversión; emisores de valores y sociedades de capitalización) y las entidades que ofertan en el mercado de seguros.

¹⁹⁹ BRC, Resolución Externa 8 de 2000, art. 44.

del activo subyacente (es decir, no podrían existir CDS más allá del valor total de la emisión del activo subyacente, como si ocurre en aquellos mercados que admiten los *naked CDS*). En caso de ejecutarse el CDS, el pago deberá realizarse en la misma moneda en que debía abonarse el activo subyacente.

No obstante la claridad de las directivas que surgen de la Resolución, decimos que los *naked CDS* “estarían prohibidos” –así, en potencial- porque en rigor de verdad, podrían existir *naked CDS* en los cuales el propósito de su contratación sea efectivamente el cubrirse frente al riesgo de crédito del emisor. Recuérdese, en tal sentido, que esta clase de *credit default swap* es utilizado en ciertas oportunidades por los tenedores de un valor negociable de baja liquidez o respecto del cual no existen tales derivados de cobertura, para cubrirse del default del emisor, quien a su vez es el emisor del activo subyacente de referencia del *naked CDS*. En tal sentido, vale destacar que la norma no exige que quien contrata el derivado sea el propietario del activo subyacente, sino sólo que tenga un interés de cobertura sobre el mismo. En última instancia, lo cierto es que quedará a criterio de la Superintendencia la decisión de aceptar o no un programa que contenga contratos con las particularidades que describimos en este párrafo.

De lo que no queda lugar a dudas, es de que Colombia ha otorgado naturaleza jurídica de “*seguro de inversión*” a los CDS. La exigencia de un interés asegurable así lo revela, lo mismo que el disponer que no podrá haber cobertura más allá del tiempo en que existe el riesgo de impago, ni por un monto nominal superior al que debiera haber percibido el tomador del CDS en caso de que el emisor hubiese cumplido con el cronograma de pagos del valor negociable subyacente. En consonancia con lo antedicho, ya en el año 2006, la Circular Externa 13 de la Superintendencia Financiera dispuso que “*Las entidades que demuestren al ente supervisor un adecuado conocimiento de los riesgos potenciales del uso del derivado de crédito (...) podrán utilizar los derivados de crédito para mitigar su exposición al riesgo de crédito. En consecuencia, los derivados de crédito se podrán usar para transferir ese riesgo a un tercero que resida en el exterior y con el cual la entidad que los realiza no tenga ningún vínculo de consolidación o que pertenezca al mismo grupo económico o holding*”.

UNA APROXIMACIÓN LATINOAMERICANA II: CHILE

La colombiana es la única legislación hispanoamericana que ha encarado la materia de los CDS en forma frontal y específica, regulando las condiciones de contratación. Sin embargo, ello no significa que otros organismos reguladores de estas latitudes no hayan

abordado el instituto de los CDS, aunque limitándose a ciertos aspectos o aplicaciones del derivado.

Tal es el caso de Chile y su Norma de Carácter General n° 200/2006 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Éste dispositivo viene a reglamentar los arts. 21 y 22 del Decreto con Fuerza de Ley 251 de Hacienda de 1931; es decir, la legislación general que regula la actividad de las aseguradoras y el organismo de contralor en el país trasandino. Precisamente, los dos artículos mencionados son los que estipulan el abanico de inversiones habilitadas para las reservas técnicas y de patrimonio de riesgo de las entidades aseguradoras. Por su parte, la NCG 200/2006 vino a especificar las reglas bajo las cuales se autorizaba a las entidades aseguradoras a efectuar operaciones para la cobertura de riesgos financieros que pudieren afectar a esa cartera de inversiones. En ese contexto, en el año 2010, la Superintendencia emitió la Norma de Carácter General n° 298/2010 –modificatoria de la NCG 200/2006-, a través de la cual la figura de los *credit default swaps* hizo su ingreso en la legislación chilena.

Debe, por tanto, dejarse algo en claro: la regulación de la que estamos hablando no dispone condiciones de comercialización de los CDS; ni se pronuncia respecto de sus elementos esenciales. Se trata, en rigor de verdad, de una norma que se limita a permitir que las compañías aseguradoras contraten CDS –entre otros derivados o contratos- como medio de cobertura de sus inversiones. Sin perjuicio de ello, el análisis de la NCG 200/2006 resulta igualmente útil a los efectos de nuestro trabajo, en tanto y en cuanto permite entrever la opinión o postura del legislador chileno sobre ésta particular materia.

La NCG 200/2006 principia por definir los CDS mediante la fórmula tradicional: *“Credit Default Swap (CDS): es un contrato entre dos partes, una de las cuales, el comprador de protección, paga una prima a la otra, el vendedor de protección, a cambio de un pago en el caso que un evento de crédito afecte a una entidad de referencia. Es decir, vendedor y comprador de protección acuerdan intercambiar el riesgo de crédito de un emisor de un bono o del deudor de un préstamo (“entidad de referencia”). El comprador de protección paga periódicamente la prima, spread o precio del CDS al vendedor de protección, hasta la maduración del contrato o hasta que un evento de crédito ocurra”*²⁰⁰. Rápidamente, sin

²⁰⁰ Art. I, NCG 200/2006 (y modif.).

embargo, limita el campo de actividad de los CDS, ya que únicamente los habilita como medio de cobertura de tasas de interés e instrumentos de renta fija²⁰¹.

Por otra parte, receptando las mejores enseñanzas derivadas de la crisis de 2008 y en consonancia con las herramientas regulatorias que analizáramos en capítulos anteriores, la Superintendencia habilitó como contraparte de los CDS tanto a los CCP como a entidades financieras con determinado rating de solvencia²⁰². Finalmente, se reglamentó la inserción contable de esta inversión en los estados financieros de las compañías²⁰³.

Nótese que el legislador se limita a consignar que se trata de un contrato, sin especificar si éste deberá ser tratado como un seguro, como un derivado financiero, o bajo algún otro encuadre particular. Se destaca, no obstante, la finalidad de cobertura que se desprende de la definición, al hacer referencia al “*intercambio del riesgo del crédito*”. Esta referencia, si bien escueta, no debe ser tomada como un mero giro descriptivo de la norma; sino que revela –en nuestro entender– que la Superintendencia exige implícitamente que el comprador de la protección tenga un riesgo frente al posible evento de crédito, y que mediante el contrato, transfiera ése álea al vendedor de la protección. Transferencia que –de más está decirlo–, no ocurriría en un *naked CDS*, ya que en este caso, el comprador no tendría ningún riesgo originario.

A mayor abundamiento, ésta idea se ve reforzada más adelante, cuando la Superintendencia específicamente dispone que “*La posición compradora en CDS no podrá exceder el valor de la inversión mantenida por la compañía en los instrumentos objetos de estos contratos*”²⁰⁴. Si bien utilizando una fórmula poco ortodoxa –hubiese sido preferible

²⁰¹ Art. II, punto 1, NCG 200/2006 (y modif.).

²⁰² Art. II, punto 2, NCG 200/2006 (y modif.).

²⁰³ Art. VI, punto 2.5, NCG 200/2006 (y modif.): “*La contabilización de la adquisición de un CDS se tratará de la misma forma en que se contabiliza la adquisición de una opción, especificada en el punto 2.1 de este Título. Los CDS adquiridos deberán contabilizarse en una cuenta de activo denominada “Derechos por CDS” a su valor razonable. En caso de existir una diferencia entre el valor razonable mencionado y el monto pagado por la compañía por la cobertura adquirida, ésta deberá cargarse o abonarse en la cuenta de resultado “Producto de Inversiones”. Del mismo modo, durante la vigencia de la cobertura de riesgo de crédito, las diferencias que se produzcan en el valor razonable de la cobertura, deberán cargarse o abonarse en la cuenta de resultado mencionada. En el caso que la cobertura sea ejercida producto de la ocurrencia de un evento de crédito preestablecido en el contrato, se deberá reconocer el efecto en resultado, procediendo simultáneamente a revertir la cuenta “Derechos por CDS”. Respecto al pago periódico de la prima de protección contra el riesgo de crédito, ésta deberá activarse en el momento de su pago y devengarse linealmente en función del período de protección que abarque.*

Para efectos de presentación en los estados financieros, la cuenta “Derechos por CDS” se deberá presentar en la partida “Otras Inversiones Financieras”, código 5.11.16.00.00 de la FECU del segundo grupo y en la partida “Otros” código 5.11.14.50 de la FECU del primer grupo”.

²⁰⁴ Art. IV, punto 4.4., NCG 200/2006 (y modif.).

hablar de nominales, en vez de valor de la inversión-, la norma trasunta claridad: no se permitirá la contratación de *naked CDS*, en tanto y en cuanto la cobertura no podrá superar la efectiva tenencia del subyacente.

Ahora bien: todo nos llevaría a concluir que para el legislador chileno (lo mismo que para el europeo o el colombiano), la finalidad de cobertura se alza como límite último para la realización de este contrato. En consecuencia, es natural la asociación entre estos contratos de cobertura y un contrato de seguro, en tanto y en cuanto ambos comparten la misma causa fin y requieren como elemento estructural la preexistencia de un interés asegurable en cabeza del comprador de la cobertura. Sin embargo, una disposición específica de la NCG 200/2006 trastoca todo este desarrollo lógico, echando un halo de incertidumbre sobre la cuestión.

En efecto, si bien la norma admite como regla general que los demás contratos de cobertura enumerados en su Artículo II, punto 1 (esto es: contratos de opciones, contratos de futuros, contratos de forwards y contratos de swaps) podrán tener como parte vendedora a una entidad aseguradora o reaseguradora de Chile, dispone una expresa excepción con respecto a los CDS: *“Las compañías sólo podrán actuar como compradores de cobertura en operaciones de CDS, no pudiendo por lo tanto, actuar como vendedores de protección de este riesgo. Esto es, no pueden tomar riesgo de crédito a través de estas operaciones”*²⁰⁵. De esta forma, la Superintendencia veda a las aseguradoras la entrada al mercado de CDS en rol activo, limitándolas al rol pasivo o comprador; lo cual ha merecido algunas críticas entre las compañías aseguradoras del vecino país²⁰⁶.

²⁰⁵ *Íbidem*.

²⁰⁶ BUDNEVICH, C. y ZURITA Salvador L.; (2010); *“Documento de Trabajo N° 6 Diagnóstico, Evaluación y Propuesta de Desarrollo del Mercado de Derivados en Chile”*, para *Serie Documentos de Trabajo de la Superintendencia de Valores y Seguros*; Santiago de Chile; pág. 125.

ALTERNATIVAS REGULATORIAS EN ARGENTINA

Hemos hecho hasta aquí un exhaustivo repaso sobre los *credit default swaps*. Hemos definido sus características principales, hemos descripto las variables que pueden adoptar y resumido la importancia del mercado de este derivado de crédito en el mundo financiero moderno. Asimismo, hemos presentado y valorado las opiniones a favor y en contra de la admisión de este producto financiero, y recorrido las diversas herramientas que se han propuesto para potenciar sus ventajas y neutralizar sus efectos negativos. Finalmente, hemos recorrido las diversas normativas existentes en la materia –pocas, por cierto- y descubierto los distintos enfoques con los que los legisladores han decidido encuadrar a los CDS.

Llegado este punto, nos queda pues volcar todo ese bagaje de conocimientos a nuestra propia realidad nacional, y analizar cuál sería la mejor alternativa regulatoria para Argentina. Cierto es que en nuestro país los CDS no han adquirido aún relevancia ni logrado penetración en los mercados locales, pero el vertiginoso y exponencial crecimiento que este derivado demostró en otras regiones del mundo –y las consecuencias que la falta de regulación de los mismos produjo-, nos invitan a bosquejar aunque sea someramente, qué alternativas serían las que mejor se adaptan a nuestra realidad nacional.

Ha de dejarse en claro que el análisis se realizará teniendo en cuenta las fortalezas y debilidades actuales del mercado de capitales argentino. Las posteriores evoluciones de las normativas en materia financiera y de inversión, podrán justificar una revisión del análisis que aquí se realiza. Consecuentemente, las conclusiones a que se arriben no deben tomarse como definitivas e inmutables, sino más bien como un camino a seguir para insertar a los CDS en nuestra realidad sin que ello conlleve un riesgo desestabilizador para nuestro sistema. Tal es la principal preocupación que nos ha movido a escribir estas páginas: promover la recepción de los CDS en nuestro país, en vista de sus innegables ventajas; pero siempre avanzando con cautela y previsión, en razón de las experiencias vividas por otros mercados.

EL MERCADO OTC EN ARGENTINA. PANORAMA:

En este contexto, bien vale resaltar que los avances regulatorios alcanzados hasta el día de la fecha en el ámbito nacional poco han colaborado para cumplimentar los desafíos y

criterios estipulados por el G-20 para el refundado mercado financiero mundial²⁰⁷, por lo menos en la materia de los derivados de crédito.

Según el último informe del Financial Stability Board²⁰⁸ a la fecha en que se escriben éstas líneas, Argentina pareciera haber avanzado sensiblemente en las materias regulatorias financieras. En efecto, un panorama general revela que se han adoptado reglamentaciones relativas a obligaciones informativas, *clearing*, capitales mínimos y negociación electrónica, por lo menos en uno o más de los productos negociados en el mercado OTC nacional²⁰⁹. Sin embargo, si se analiza la cuestión más detalladamente, se torna manifiesto que las implementaciones normativas no han sido plasmadas en la realidad del mercado financiero nacional.

Una primera luz de alarma nos la da el análisis de la proporción del mercado OTC que se encuentra cubierto por los requerimientos de reporte. Y es que si bien tal obligación está vigente en nuestro país conforme la normativa, la información que pueda recabarse no es transmitida a un registro centralizado ni intercambiada entre los diferentes actores del sistema financiero²¹⁰. En razón de tal realidad, el mecanismo informativo lejos está de cumplimentar eficientemente su objetivo principal de permitir a las partes y a las agencias reguladoras el verdadero nivel de riesgo al cual está expuesto cada uno de los participantes del mercado; así como también determinar objetivamente el precio de las primas, la cantidad de contratos de cobertura contratados respecto de un activo de referencia determinado, etc. Como muestra de esta carencia de datos, cabe destacar que no se tienen datos precisos respecto del volumen y tamaño del mercado OTC nacional, en ninguna de las clases de derivados existentes²¹¹.

Idéntica complicación se da respecto de la utilización de los CCP, especialmente en lo referido a los derivados de crédito, por no estar aún instrumentados los requerimientos y criterios determinantes para la obligación de compensar los contratos²¹² -en igual situación, sólo encontrados a Rusia, a Turquía y a Arabia Saudita-. En este sentido, Argentina muestra cierto rezago con respecto a la gran mayoría de los demás Estados, que ya han reglamentado

²⁰⁷ En la cumbre de Pittsburgh de Septiembre de 2009, los líderes del G-20 –grupo del cual forma parte Argentina- acordaron que todos los derivados OTC estandarizados deberán ser comercializados en mercados autorizados o a través de plataformas electrónicas autorizadas, y compensados mediante CCP para finales de 2012. Asimismo, tales contratos de derivados deberán ser informados a entidades apropiadas para la conservación y sistematización de la información. Por otra parte, los derivados OTC que no sean compensados a través de un CCP estarán sujetos a mayores requerimientos de capital.

²⁰⁸ FSB, (Julio 2015), “*OTC Derivatives Market Reforms - Ninth Progress Report on Implementation*”.

²⁰⁹ *Ídem*, pp. 3/4.

²¹⁰ *Ídem*, p. 8.

²¹¹ *Ídem*, p. 32.

²¹² *Ídem*, pp. 13 y 55.

los criterios mínimos que deben cumplimentarse para que surja la obligación de *clearing* –si bien es cierto que en la mayoría de éstos, los deberes de compensación alcanzan tan solo al 20% de los derivados de créditos comercializados en sus mercados-.

Ciertamente, ésta última deficiencia va de la mano con la inexistencia de una entidad de compensación a nivel local que se encargue del *clearing* de los derivados de crédito. De hecho, salvo cuatro de los veinte miembros del G-20 –Estados Unidos, Rusia, la Unión Europea y Brasil-, en todas las demás jurisdicciones los agentes de *clearing* únicamente han instrumentado la compensación de derivados de tasas de interés; pero no ofrecen ningún tipo de servicio con respecto a las demás categorías de derivados (entre los que se cuentan, obviamente, los derivados de crédito). En el caso particular de Argentina, la entidad “Argentina Clearing” no ofrece compensación sobre ninguna clase de derivado de crédito; ni tampoco ha sido habilitada en el país ningún otro CCP extranjero que incluya tal categoría dentro de sus servicios²¹³.

El panorama descrito demuestra que entonces, que las teóricas regulaciones existentes en Argentina sobre el OTC se ha quedado –hasta ahora- en un mero enunciado legislativo, de naturaleza parcial y claramente insuficiente. Especialmente, en lo referido a los derivados de crédito, los cuales no tienen aún carta de ciudadanía en nuestro país.

LOS CDS COMO VALORES NEGOCIABLES:

Como viéramos en el capítulo anterior, algunas legislaciones han incluido a los CDS dentro de la categoría de los “valores negociables”; tal es el caso de la SE –previa reforma de la LDF- en Estados Unidos, que lo incorporó a la definición de “*security*” como parte de los *security-based swaps*.

Ahora bien: ¿será posible y/o procedente tal encuadramiento en nuestro derecho local? Para responder este cuestionamiento, debemos tomar como punto de partida el art. 2 de la Ley de Mercado de Capitales (LMC). En dicho pasaje, el legislador nacional dispuso: “*Valores negociables: Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotapartes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de*

²¹³ *Ídem*, pp. 59-62.

*fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, **en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros.** Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y **los contratos de derivados en general que se registren en mercados autorizados,** y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados” (el destacado es propio).*

Partiendo de esta definición normativa, un primer escollo que deberemos salvar para que resulte procedente encuadrar a los CDS dentro de la categoría de “valor negociable”, es **el específico requerimiento que la LMC impone a toda clase de derivados, de estar registrados en mercados autorizados** (que son definidos por la LMC como “*Sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores las actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de ese fin*”²¹⁴ –el destacado es propio-).

Ahora bien: las Normas de la Comisión Nacional de Valores (conforme su Texto Ordenado 2013) han dispuesto en el art. 10 del Capítulo V, Título VI que “*Los Mercados desarrollarán un sistema para el registro de los contratos de derivados no estandarizados, llevados a cabo en forma bilateral con la intervención de entidades bajo competencia de la Comisión y/o de agentes registrados en la Comisión, donde deberán incluir datos registrables agrupados por tipo de contrato y de activo subyacente*”.

De hecho, este Registro ha sido implementado recientemente por el Mercado Abierto Electrónico (MAE) mediante Circular 130/2015. Esta normativa ha profundizado y detallado los alcances de la obligación registral; y en particular, ha incorporado expresamente a los CDS entre los derivados a ser registrados, aclarando que los serán tanto los que se constituyan sobre renta fija pública nacional o extranjera, como cualquier otra variante de dichos contratos. Los sujetos obligados a denunciar los contratos celebrados son “*los Agentes de Compensación y Liquidación y/o Agentes de Negociación debidamente registrados ante la Comisión Nacional de Valores y otras entidades sujetas al contralor de dicho Organismo, como*

²¹⁴ Cf. art. 28, Ley 26.831.

ser sociedades cuyo capital se encuentra autorizado a la oferta pública u otros participantes en el mercado de capitales bajo el control de CNV”.

La registración que ordenan las Normas es al mero efecto informativo, y hasta podría decirse *censal*. Es que la disposición se encuentra incluida en la Sección de “Registro de Operaciones y Contratos”, sin que se disponga nada respecto al uso que deba dársele a tales datos.

Ahora bien: superado el valladar teórico para el encuadre como valores negociables, son cuestiones de política regulatoria y de realidad comercial la que podrían llevarnos a denegarles a los CDS la carta de ciudadanía como “*valores negociables*” en Argentina. Es que, para empezar, el artículo 10 del Capítulo V, Título VI de las Normas, únicamente impone la obligación registral a los “Mercados”. Ello no podría ser de otra forma, ya que la autoridad de contralor únicamente tiene competencia para supervisar las operaciones y los sujetos que participen en el campo de la oferta pública²¹⁵.

Llegado a este punto, no puede perderse de vista que los *credit default swaps* se negocian esencialmente en el mercado *OTC*, por fuera de los mercados institucionalizados. Ergo, las partes de un contrato de CDS no están obligadas a pasar por un Mercado, sino que pueden hacerlo entre sí en forma bilateral y sin intermediaciones; decisión ésta que queda a la sola discreción de los contratantes, quienes no tendrán ningún impedimento para evitar la obligación registral si tal es su voluntad. Como corolario de lo antedicho, la relevancia y efectividad del registro creado por las Normas dependerá en gran medida de que los compradores y vendedores de este derivado decidan contratarlo a través de un Mercado institucionalizado.

Incluso, sería válido preguntarse si existe la obligación de registración en un contrato en el segmento *OTC*, aun cuando ambas partes se encuentren bajo el contralor de la CNV. En tal sentido, cabe poner de resalto que las Normas sólo contemplan la obligación registral en el Título reglamentario de la actividad de los Mercados y las Cámaras Compensadoras. O, lo que es lo mismo: que los sujetos pasivos de tal obligación son los Mercados, y no las partes del contrato –aunque estén sujetos a la competencia de la Comisión-. Así las cosas, cuando la Circular 130/2015 menciona a los “*sujetos alcanzados por esta obligación de registrar*”, debe entenderse que tal obligación existe entre el Mercado y los referidos sujetos, en tanto y en cuanto las operaciones hayan sido canalizadas a través del primero –único supuesto en que la

²¹⁵ Cf. art. 19, incs. a) y g), Ley 26.831.

Circular tendría fuerza obligatoria, ya que sólo resulta vinculante en el ámbito del propio Mercado-.

Como si ello fuera poco, debe ponerse de relieve que el deber registral sólo alcanza a aquellos CDS en los cuales hubiesen intervenido entidades bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores y/o agentes registrados en la Comisión. Esta limitación subjetiva dejaría de por sí fuera de la normativa a los intervinientes que no se hallan sometidos a dicho ente regulatorio (como ser, una entidad de seguros, o una entidad financiera que no estuviese en la oferta pública). Nótese que, a diferencia de la regulación norteamericana, el ámbito subjetivo no se basa en un criterio cuantitativo de participación en el mercado de CDS, sino en un reparto regulatorio genérico. Consecuentemente, el registro no garantizaría que efectivamente se tuviese noticia de las operaciones más relevantes de este mercado, ya que las mismas podrían ser transadas entre inversores ajenos al ámbito de la normativa. Máxime, si una de las partes decidiera reasegurar la posición vendedora comprando a su vez un CDS a otro sujeto que tampoco estuviese registrado ante la CNV, lo cual multiplicaría exponencialmente el saldo vivo nominal bruto de *credit default swaps* negociados por fuera del Registro.

Más aún, la norma no incorpora en la obligación registral a las entidades vinculadas, controlantes y controladas por los sujetos objeto de registración. Tal limitación impide conocer la real exposición de los actores del mercado de derivados, toda vez que un sujeto registral podría canalizar sus posiciones a través de otras sociedades que, si bien pertenecerían a su mismo conjunto o grupo económico, no estarían incluidas en el deber informativo.

Por último, admitir el encuadre de los CDS como valores negociables, los haría pasible de la regla de “libertad de creación de los valores negociables”, conforme la cual cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables conforme las condiciones que decida establecer en el acto de emisión²¹⁶. La única limitación que existiría en dicho supuesto es que no exista confusión con el tipo, denominación y condiciones de los valores negociables previstos especialmente en la legislación vigente; situación que no se daría en el particular caso de los CDS, ya que los mismos no están regulados en Argentina, más allá de alguna mención ejemplificativa. Los *credit default swap*, entonces, quedarían al libre albedrío de los contratantes, quienes podrán ampararse en la autonomía legalmente consagrada para impedir que la autoridad de contralor cuestione los términos y condiciones pactados.

²¹⁶ Art. 3, LMC

Tamaño relatividad en el abordaje de un instrumento financiero tan sensible resulta de todo punto inadmisibles. En efecto, de seguirse este criterio, un contrato de CDS podría o no ser un valor negociable –en los términos de la LMC- dependiendo de la decisión de las partes respecto a negociarlo o no con la intervención de un Mercado. Y, en caso de no darse tal intervención, la Comisión Nacional de Valores quedaría imposibilitada de ejercer su autoridad sobre los contratos concertados *over-the-counter*, ya que los mismos se encuentran fuera del ámbito de la oferta pública. Así, los CDS contratados en ese segmento quedarían huérfanos de regulación –ya que no podrían ser sindicados como “valores negociables”- y se acomodarían en un intersticio no controlado del sistema, en una situación muy similar a la existente en Estados Unidos previo a la crisis de 2008.

Según nuestra forma de ver, un registro puede ser un excelente primer paso para conocer en tiempo real la situación del mercado local de CDS; pero claramente no alcanza, por sí solo, para controlar la potencial inestabilidad que la admisión de los CDS trae a nuestro mercado de capitales. Tal como se ilustrara en el capítulo anterior, los mecanismos de control instrumentados en los principales mercados del mundo van mucho más allá que una simple base de datos; ello, cuando no se ha optado lisa y llanamente por prohibir la contratación de CDS en descubierto. Y es que las condiciones del mercado OTC nacional lejos están de ser las óptimas para permitir el control y protección de los participantes del mercado financiero. En tal contexto, admitir la existencia de CDS sin una mínima regulación implicaría incorporar al sistema financiero argentino un controvertido e inestable elemento, sin contar con las herramientas necesarias para encausarlo debidamente. Máxime, teniendo presente el escaso volumen y la pronunciada volatilidad de la plaza argentina, en el cual toda maniobra de cierta envergadura podría tener un impacto superlativo sobre el mercado de capitales local.

En un contexto como el descripto, difícil será para la CNV conocer de antemano la real situación del mercado local de CDS, con lo cual devendría inaplicable la facultad de suspensión ante riesgo sistémico que habilita el art. 141 LMC²¹⁷. Por el contrario –y al igual que ocurriera en Estados Unidos-, la reacción del organismo de contralor llegaría luego de haberse producido la crisis, pues en el ínterin, la misma se fue formando por fuera de su ámbito de competencia.

²¹⁷ Art. 141, LMC: *Riesgo sistémico. Cuando fundadamente se advierta la existencia de situaciones de riesgo sistémico, u otras de muy grave peligro, la Comisión Nacional de Valores podrá suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables, otros instrumentos financieros y la ejecución de cualquier acto sometido a su fiscalización hasta que hechos sobrevinientes hagan aconsejable la revisión de la medida. Dicha medida también podrá adoptarse al iniciarse la investigación o en cualquier etapa del sumario.*

Por todo lo dicho, concluimos que los CDS no pueden ser laxamente aceptados en Argentina como “valores negociables”, sino que deben ser abordados a través de otra figura que garantice un mejor control de estos contratos y resulte aplicable a todos ellos, y no sólo a una pequeña parte de los mismos.

LOS CDS COMO CONTRATO DE SEGURO:

La otra alternativa regulatoria de los CDS, pasa por considerarlos como contratos de seguros y someterlos a éste régimen particular. Tal es el encuadre que –implícitamente- han adoptado la Unión Europea y Colombia, al exigir la existencia de un interés asegurable en la contratación de estos productos. Vale aclarar, no obstante, que la asimilación de los CDS a los seguros ha sido cuestionada por algunas de las entidades de mayor renombre internacional²¹⁸.

Ya a primera vista, resulta manifiesta la similitud entre este producto financiero y el instituto del seguro. La **causa-fin** de ambos contratos es exactamente el mismo: la **cobertura** ante las consecuencias patrimoniales lesivas que derivarían de la ocurrencia de un evento determinado. Asimismo, coinciden en cuanto al medio ideado para instrumentar dicha protección: la transferencia de esos efectos dañosos a un tercero, quien voluntariamente los asume a cambio de la percepción de un precio periódico, denominado “**prima**”. Prima que, en ambos casos, se calcula sobre la base de las mismas variables: la probabilidad de ocurrencia del evento dañoso y el monto de daño esperado que -se calcula- derivará de él.

A mayor abundamiento, los caracteres definitorios del riesgo del evento crediticio, coincide con los correspondientes a cualquier otro riesgo asegurable: es *posible, incierto, fortuito y dañoso*. En efecto, la posibilidad de que la entidad emisora del activo subyacente no honre los compromisos asumidos (el denominado “*riesgo de crédito*”) existe en todo momento y es precisamente el fundamento no sólo de la contratación de este derivado, sino –antes aún- de la tasa de riesgo que ha exigido el tenedor del título para adquirir el activo subyacente. Posibilidad que es además incierta, pudiendo o no ocurrir, conforme sea la evolución económica y financiera de la entidad emisora del activo subyacente. Por su parte, el carácter de *fortuito* no quiere significar que sea un hecho inesperado o de escasísima probabilidad de ocurrencia (si así fuese, la contratación de una protección contra el mismo devendría ineficiente), sino que transita por las vías de la causalidad adecuada y la imputabilidad de dicho suceso: la ocurrencia del evento de crédito no debe haber sido causada por el sujeto cubierto.

²¹⁸ GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. y OTROS, *Op. Cit.*, p. 59

Finalmente, el efecto patrimonialmente dañino derivado del suceso surge preclaro: quien ha financiado a una entidad esperando recuperar el capital invertido con más una rentabilidad, sufrirá una pérdida cuando el prestatario quede sujeto a situaciones que revelen su incapacidad de devolver el dinero adelantado y honrar sus obligaciones.

Así las cosas, no parece difícil hacer entrar al mecanismo de los CDS en la definición legal del contrato de seguro contemplada por el art. 1° de la Ley de Seguros argentina (Ley 17.418; en adelante, “LS”): “*Hay contrato de seguro cuando el asegurador se obliga, mediante una prima o cotización, a resarcir un daño o cumplir la prestación convenida si ocurre el evento previsto*”. Precisamente, si retornamos al esquema de este derivado que se graficara al iniciar este trabajo, veremos claramente que los *credit default swaps* son un **contrato** en el cual, a cambio del pago de una **prima**, el inversor se cubre ante el **daño patrimonial** que se derivaría **del impago del título subyacente –siniestro–**. Respecto de éste último elemento, cabe aclarar que estrictamente hablando, el evento dañoso no sería el default del título en sí, sino la declaración de tal status por parte de ISDA.

El requisito del interés asegurable.

Ahora bien: todo contrato de seguro exige –entre sus condiciones esenciales- la presencia de un interés asegurable en cabeza del asegurado. Así lo manda expresamente el art. 2 de la LS²¹⁹ y lo ha interpretado desde antaño la jurisprudencia nacional, al sostener que “*el interés asegurable es un elemento esencial del contrato de seguro; para que sea tal, debe existir un riesgo cierto, determinado o determinable. Cubrir el riesgo -el interés asegurable- constituye el objeto del contrato*”²²⁰. El interés asegurable puede ser definido como la relación económica existente entre una persona y el bien amenazado por el riesgo cubierto, de forma tal que verificado el siniestro, la persona sufra un perjuicio económico mensurable²²¹. Relación especial que, como elemento esencial del seguro, debe ser preexistente a éste, no siendo válido que se genere a partir del propio contrato.

A mayor abundamiento, y ya específicamente para los seguros contra daños patrimoniales –categoría en la que se inscribiría esta clase de derivado-, la LS manda que sólo

²¹⁹ Art. 2, LS: *El contrato de seguro puede tener por objeto toda clase de riesgos si existe interés asegurable, salvo prohibición expresa de la ley.*

²²⁰ Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala A; “*Quilmes, Cía. de Seguros c/ Di Paolo Hnos. S. A.*”; 28/08/1979; Cita Online: [AR/JUR/4023/1979](#).

²²¹ Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala A; “*Ros, Manuel y otro c. Patronal. Coop. de Seguros*”; 23/10/1979; Cita Online: [AR/JUR/4033/1979](#). En igual sentido: Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, sala A; “*Orellano, Jorge Luis c. Royal & Sun Alliance Seguros Argentina S.A. s/ordinario*”. 09/03/2011; Cita Online: [AR/JUR/14352/2011](#).

puedan ser objeto de esa clase de coberturas los riesgos en los cuales exista interés económico lícito de que un siniestro no ocurra²²².

En este contexto, una visión simplista de la cuestión podría llevar a la conclusión de que un encuadre como el propuesto impediría la contratación de *naked CDS* en el mercado local. Y es que en tales casos, el interés del tomador del CDS no consistiría en la evitación del evento de crédito, sino precisamente en su producción.

Pero tal aserción sería incorrecta, por lo menos en forma absoluta. En efecto, si bien es cierto que en la mayor parte de los casos los CDS en descubierto son contratados con ánimo de especulación, existe un pequeño universo de tales derivados cuya contratación se utiliza como cobertura indirecta del valor de otros activos subyacentes que no cuentan con un CDS propio en el mercado. Ello es lo que ocurre –por ejemplo– con el inversor que teniendo en cartera títulos de deuda de una empresa pública de un Estado, adquiere CDS sobre la deuda soberana de dicho país, en vista de que un default de ésta última probablemente conlleve la incapacidad de pago de la compañía estatal.

En tales casos, existiría un interés asegurable pese a no poseer la propiedad del activo subyacente respecto del cual se estipula el siniestro. Y es que el interés asegurable no debe ser confundido con el derecho de propiedad, ya que ésta última es una categoría de índole jurídica, mientras que aquel remite a un concepto de raigambre económica, generalmente más amplio que aquel primero.

Esta cuestión resulta de suma trascendencia para nuestra materia, ya que con ello se destierra en cierta medida parte de las críticas de quienes se oponen al encuadramiento de los CDS como una modalidad de seguro, alegando que ello dejaría desprotegido a los inversores que buscan cobertura indirecta. Muy por el contrario, tal situación encuentra recepción en la normativa aseguradora nacional y amplio reconocimiento en la jurisprudencia nacional²²³. Más

²²² Art. 60, LS.

²²³ Así, los tribunales han sostenido: “*Las clases de relaciones sobre el bien son múltiples, mas no es necesario que sean jurídicas, de modo tal que el interés económico de la relación puede no coincidir con la relación jurídica correspondiente*” Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala F; “*Battistin, Ángel Ricardo c. El Comercio Compañía de Seguros a Prima Fija S.A. s/ ordinario*”; 19/04/2011; Cita Online: [AR/JUR/20709/2011](#).

“*No sólo el propietario puede ser titular del interés asegurable, aun cuando éste lo tenga por antonomasia, sino que pueden serlo aquellos que tengan interés en la conservación de la cosa, entre los que se encuentran el usufructuario, el acreedor hipotecario, pignoraticio, etc. Es decir, que la nómina abarca a los que tengan interés en la conservación de la cosa, en principio, en virtud del vínculo jurídico existente y con prescindencia de la entidad de dueño de aquélla*”. Cámara Nacional de Apelaciones en lo

aún: el filtro del interés asegurable permitiría separar en forma eficiente aquellos *naked CDS* que tengan una causa fin de cobertura –que serían válidos y exigibles-, de aquellos otros cuya única motivación es el beneficio económico que podría obtenerse con la ocurrencia del siniestro –los cuales serían nulos, por ausencia de un elemento fundamental al momento de la contratación-. De esta forma, se reduciría sensiblemente el riesgo desestabilizador de los *naked CDS*, al limitarse sensiblemente el volumen de tales contratos que puedan ser eventualmente ejecutados contra los aseguradores; sin tener que recurrir para ello a una prohibición absoluta –usualmente dañina para el desarrollo de los mercados-.

En idéntica tesitura, el art. 62 LS también servirá para poner coto a las contrataciones masivas de CDS. Y es que, si por cualquier maniobra el comprador de la cobertura quisiera beneficiarse más allá de su verdadera exposición al default del activo subyacente, el contrato se torna nulo desde su misma configuración. A mayor abundamiento, el art. 68 del texto legal prevé idéntica solución si se han contratado múltiples seguros con la intención de beneficiarse percibiendo las indemnizaciones de cada uno de los aseguradores.

Como fácilmente se desprende de las consideraciones expuestas, el concepto de “interés asegurable” y la consecuente limitación de la indemnización al daño efectivamente sufrido por el asegurado, resultan herramientas de suma utilidad para limitar los efectos sistémicamente nocivos de los CDS, sin perder en el ínterin su función esencial de protección.

Ahora bien: siendo el activo subyacente un título que probablemente tenga alta negociabilidad en el mercado, uno de los principales desafíos pasa por determinar cómo se verá afectado el CDS una vez que el comprador se desprenda del subyacente. Y es que la transferencia del subyacente implica simultáneamente la enajenación del interés asegurable, ya que el daño derivado de un evento de crédito sobre el título cubierto no impactaría ya sobre el patrimonio del comprador del CDS, sino sobre el patrimonio de un tercero.

La transferencia de la titularidad del interés asegurable está contemplada en el art. 82 LS, que dispone la carga del asegurado de notificar al asegurador el cambio en la titularidad del interés asegurado dentro de determinado lapso temporal, tras lo cual tanto el asegurador como el adquirente del interés asegurado tendrán ciertos plazos para optar por la rescisión del contrato; produciéndose la sustitución subjetiva del mismo en caso de que ninguno de ellos

Comercial, Sala B; “*Suárez de Fernández, Marta c. La Austral, Cía. de Seguros, S.A.*”; 28/02/1986; Cita Online: [AR/JUR/1907/1986](#).

manifiesta la voluntad disolutiva²²⁴. Ello así, porque el contrato de seguro es "intuitu personae" y la personalidad del asegurado influye sobre la contratación del mismo. Por expresa disposición del art. 158 LS, este dispositivo sólo puede ser modificado por expreso acuerdo de partes, y únicamente a favor del asegurado. Ello equivale a decir que el asegurador no podría estipular que quedará liberado por la mera transferencia del interés asegurado.

La solución prevista por la norma parecería plantear ciertas complicaciones en la materia que nos ocupa. En efecto, la compraventa de títulos valores por oferta pública se realiza generalmente mediante los Sistemas Informáticos de Negociación implementados por los Mercados bajo la modalidad precio-tiempo²²⁵. Sumariamente, el procedimiento sería el siguiente: los inversores instruyen a sus Agentes de Negociación o Agentes de Negociación y Liquidación para que adquieran o vendan determinado título; consecuentemente, éstos concurren a los Mercados autorizados y, en nombre del inversor –su mandante-, ingresan las órdenes de compra y de venta vía Sistema Integrado de Negociación Asistida por Computadora (SINAC). El Sistema ejecuta la operatoria automáticamente sobre una base de precio-tiempo (tendrá prioridad quien ofrezca el precio más alto por el activo; y a igual precio, quien haya ingresado primero la orden), tras lo cual el Agente de Depósito Colectivo o Agente de Custodia correspondiente anota la transferencia de la titularidad de los valores, eliminándolo de la subcuenta comitente del inversor-vendedor y registrándola en la subcuenta comitente del inversor-comprador. Como fácilmente puede deducirse de la mecánica relatada, la parte vendedora y la parte compradora nunca entran en contacto directo. La asignación de contrapartes se realiza automáticamente en el sistema, de forma tal que el comprador no tiene noción de quién le ha vendido el activo; ni el vendedor, de quién ha sido el adquirente.

²²⁴ Art. 82, LS: *"El cambio del titular del interés asegurado debe ser notificado al asegurador quien podrá rescindir el contrato en el plazo de veinte días y con preaviso de quince días, salvo pacto en contrario. El adquirente puede rescindir en el término de quince días, sin observar preaviso alguno. El enajenante adeuda la prima correspondiente al período en curso a la fecha de la notificación. El adquirente es codeudor solidario hasta el momento en que notifique su voluntad de rescindir. Si el asegurador opta por la rescisión, restituir la prima del período en curso en proporción al plazo no corrido y la totalidad correspondiente a los períodos futuros. La notificación del cambio de titular prevista en el párrafo primero se hará en el término de siete días, si la póliza no prevé otro. La omisión libera al asegurador si el siniestro ocurre después de quince días de vencido este plazo"*

²²⁵ Usamos el modalizador "generalmente" porque si bien la modalidad precio-tiempo es la regla general –art. 2, Capítulo V, Título VI de las Normas CNV T.O. 2013-, el art. 3 de dicho capítulo contempla como método excepcional el segmento de "negociación bilateral", en el cual se habilita la compraventa directa de títulos de renta fija públicos y privados. Sólo están habilitados para operar en dicho segmento, los agentes entre sí en relación a su cartera propia, o bien los agentes con los inversores calificados.

En este caso, la aplicación del art. 82 LS no tendría mayores complicaciones, ya que la parte compradora y vendedora negocian directamente la transferencia de los títulos, como podría ocurrir en cualquier otra compraventa de bienes.

La información de la operación (incluyendo la identificación de las partes) deberá ser registrada por los Mercados, de conformidad con lo dispuesto por el apartado c. 8) del Capítulo I del Título VI de las Normas de la CNV. Sin embargo, los inversores y agentes no podrán tener acceso a la identidad de las partes, ya que los Mercados están sujetos a una obligación de confidencialidad que les impide divulgarlos. En efecto, conforme la LMC y su decreto reglamentario 1023/2013, los Mercados sólo están obligados a informar al público las características objetivas de las operaciones concertadas en su ámbito; pero en ningún momento se los habilita a revelar públicamente quiénes fueron el comprador y vendedor en la misma²²⁶. El único destinatario de tales datos podrá ser la CNV, a quien los Mercados deberán remitir en tiempo real, datos completos de cada una de las operaciones que se registren en sus Sistemas Informáticos de Negociación, **incluyendo la identidad de los agentes registrantes y de los clientes (compradores y vendedores) intervinientes en las mismas**; salvo, claro está, en las excepciones previstas por el art. 53 LMC²²⁷ –dispositivo que, por analogía, resulta aplicable a los Mercados-.

Precisamente, como titulares de registros de datos potencialmente destinados a informar a terceros (en este caso, la CNV), los Mercados quedarán sometidos a las previsiones de la Ley de Protección de Datos Personales (Ley 25.326, o “LPDP”). En particular, el art. 4 inc. 3) de la LPDP expresamente estipula que los datos registrados no pueden ser utilizados para finalidades distintas o incompatibles con aquellas que motivaron su obtención; la cual, en el caso que nos ocupa, es únicamente su transferencia a la CNV para que la misma pueda ejercer las facultades que le habilita la LMC. Cualquier otro uso distinto implicaría una transgresión a los deberes del responsable del registro. Correlativamente, los arts. 9 y 10 de la LPDP

²²⁶ Art. 111, LMC: *Operaciones. La identidad del valor negociable, la cuantía, el precio y el momento de perfeccionamiento de cada una de las operaciones realizadas en un mercado, así como la identidad de los agentes habilitados por el correspondiente mercado que hubieran intervenido en ellas y el carácter de su intervención deberán encontrarse desde el momento en que se produzcan a disposición del público.*

²²⁷ Art. 53, LMC: *Secreto. Los agentes registrados deben guardar secreto de las operaciones que realicen por cuenta de terceros así como de sus nombres. Quedarán relevados de esta obligación por decisión judicial dictada en cuestiones de familia y en procesos criminales vinculados a esas operaciones o a terceros relacionados con ellas, así como también cuando les sean requeridas por la Comisión Nacional de Valores, el Banco Central de la República Argentina, la Unidad de Información Financiera y la Superintendencia de Seguros de la Nación en el marco de investigaciones propias de sus funciones. Estas tres (3) últimas entidades darán noticia del requerimiento a la Comisión Nacional de Valores simultáneamente al ejercicio de la facultad que se les concede.*

El secreto tampoco regirá para las informaciones que, en cumplimiento de sus funciones, solicite la Administración Federal de Ingresos Públicos, entidad autárquica actuante en la órbita del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, ya sean de carácter particular o general y referidas a uno o varios sujetos determinados o no, aun cuando éstos no se encontraren bajo fiscalización. Sin embargo, en materia bursátil, las informaciones requeridas no podrán referirse a operaciones en curso de realización o pendientes de liquidación.

consagran el deber de garantizar la seguridad de los datos²²⁸ y el deber de confidencialidad²²⁹. Estos deberes genéricos, además, encuentran su específica recepción en el ambiente de los Mercados en las propias Normas de la CNV, que en el art. 48 del Capítulo I, Título VI, mandan a que los Mercados implementen las medidas y acciones necesarias tendientes a proteger la documentación para evitar, entre otras cosas, la divulgación de información confidencial.

En tal circunstancia, podría creerse que en el caso de los CDS se daría una derogación implícita del art. 82 de la LS, ya que el enajenante no podría informar al asegurador la identidad del nuevo titular del interés asegurado. Sin embargo, el escollo podría salvarse mediante la instrumentación de un procedimiento que permitiera cumplir las etapas del art. 82 LS en forma escalonada. Para ello, nos resultará de auxilio tener en cuenta que conforme el art. 11 de la LPDP, los datos personales registrados en una base sólo pueden ser cedidos para el cumplimiento de los fines directamente relacionados con el interés legítimo del cedente y del cesionario y con el previo consentimiento del titular de los datos, al que se le debe informar sobre la finalidad de la cesión e identificar al cesionario o los elementos que permitan hacerlo.

Partiendo de éstas consideraciones, el procedimiento de transferencia de la titularidad del interés asegurable propuesto para el caso de los CDS a fin de conciliar la inderogabilidad del art. 82 y la obligación de confidencialidad de los mercados, correría por los siguientes andariveles:

- Al enajenar el activo subyacente, el comprador del CDS (asegurado) deberá cumplir con la notificación fehaciente al vendedor del CDS (asegurador), so pena de quedar rescindido el contrato en los términos del art. 82. En la notificación, deberá informar el número de identificación de la operación bursátil, la cual le debe haber sido facilitada por su agente al confirmar la ejecución de la orden de venta.
- Recibida la notificación, el asegurador deberá informar al Mercado de la existencia del CDS y la circunstancia de haberse transferido su interés asegurable, identificando

²²⁸ Art. 9, LPDP: 1. *El responsable o usuario del archivo de datos debe adoptar las medidas técnicas y organizativas que resulten necesarias para garantizar la seguridad y confidencialidad de los datos personales, de modo de evitar su adulteración, pérdida, consulta o tratamiento no autorizado, y que permitan detectar desviaciones, intencionales o no, de información, ya sea que los riesgos provengan de la acción humana o del medio técnico utilizado (...)*

²²⁹ Art. 10, LPDP: 1. *El responsable y las personas que intervengan en cualquier fase del tratamiento de datos personales están obligados al secreto profesional respecto de los mismos. Tal obligación subsistirá aun después de finalizada su relación con el titular del archivo de datos (...)*

el número de operación a través de la cual se produjo la transferencia de la titularidad del subyacente.

- El Mercado –quien cuenta con toda la información relevante de la transacción- informará al comprador del subyacente –a través de su agente operador- de la existencia de un CDS pendiente, informándole que podrá asumir la posición contractual expresando tal voluntad del plazo de quince días, debiendo en tal caso otorgar su consentimiento para que el Mercado informe al asegurador la identidad del adquirente del interés asegurable.
- Si el comprador nada expresa, el CDS quedará resuelto una vez cumplido el término consignado en el apartado anterior. Por el contrario, si el comprador expresa su conformidad con el contrato y otorga su autorización para la cesión de datos de la operación, el Mercado informará todo ello al asegurador, identificando al comprador.
- A partir de dicha notificación se iniciará el cómputo de los veinte días previstos en el art. 82 para que el asegurador (vendedor del CDS) ejerza la facultad de rescisión, debiendo cumplir con el preaviso previsto en la normativa.

Este mecanismo podría obviarse en el caso de Seguros de Grandes Riesgos –cuyo concepto será explicado en las próximas páginas- ya que en esos casos, el asegurado no requiere de la tutela de la inderogabilidad de la LS; toda vez que al ser un sujeto comercial con poder de negociación frente al asegurador, podría pactar libremente con éste la exclusión de la facultad de ceder la cobertura a terceros. Ciertamente es que la LS no contempla tal excepción en forma expresa –así como no contempla la figura de los Grandes Riesgos-; pero la misma se condice con el fin último del art. 158 LS, cual es la tutela de la parte débil del contrato de seguros²³⁰.

Ventajas estructurales de incorporar a los CDS en el mercado de seguros

Obviamente, este encuadramiento limitaría la oferta del mercado de CDS a las compañías de seguros. Ello no implicaría en sí mismo una novedad para el mercado de mundial de CDS, ya que muchos de los participantes del mismo son compañías de seguros; pero no puede perderse de vista que implicaría dejar por fuera a toda otra serie de actores del mercado –especialmente, a las entidades financieras-. Las ventajas que se derivarían de tal

²³⁰ Éste argumento se apoya en las ideas expresadas por el Prof. Fernando Sánchez Calero con respecto a esta cuestión en su análisis de la Ley de Contratos de Seguro de España. SÁNCHEZ CALERO, F. (2005); *“Ley de contrato de seguro. Comentario a la Ley 50/1980 de 8 de octubre y sus modificaciones”*; Ed. Aranzadi; Madrid; pp. 77-79.

postura serían, no obstante, de gran relevancia. Y es que más allá de la sana limitación a los *CDS naked* que expusiéramos más arriba, nos interesa resaltar particularmente los controles y balances que garantizan la construcción normativa y reglamentaria del mercado asegurador en nuestro país.

En efecto, la **Ley de Entidades de Seguro y su Control (Ley 20.091; la “LES”)** prevé el control exclusivo y excluyente de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) sobre toda entidad que ejerza actividad aseguradora o reaseguradora en el país, cualquiera fuese su forma o modalidad (art. 1 y art. 8 in fine); pudiendo la entidad extender su esfera de actuación a todas aquellas operaciones asimilables al seguro, cuando su naturaleza o alcance lo justifique (art. 3). Ésta última disposición agrega que, en caso de que el ente administrador resolviera la inclusión de determinada operatoria, fijará un plazo para que las partes se ajusten a las normativas vigentes, suspendiendo entretanto la realización de nuevas operaciones.

Tal flexibilidad competencial resulta una herramienta de manifiesta utilidad, toda vez que la autoridad podrá monitorear el mercado de CDS por más que se pretendiese discutir si el mismo es o no un seguro en términos técnicos. No puede dudarse –conforme lo hemos analizado hasta ahora- que estos contratos de cobertura son, cuanto menos, “asimilables” al seguro; con lo cual el art. 3 LES sería fundamento normativo suficiente para habilitar el ejercicio de las potestades de la SSN. Nótese, en este sentido, que ello implica un avance frente a la posibilidad de encuadre como valor negociable que analizáramos en el apartado anterior. Y es que, al contrario de lo previsto para la SSN, el área de actuación de la CNV no contempla una extensión mediante asimilación, sino que se encuentra acotada a las específicas previsiones de la LMC. Así, en nuestra materia en particular, la Comisión Nacional de Valores sólo podría actuar en tanto y en cuanto los CDS sean contratados mediando la participación de un Mercado; quedando fuera de su ámbito todo otro contrato que no se negocie por esa vía.

Y es que el mercado de seguros es, por propia naturaleza, un mercado regulado. La supervisión de las entidades aseguradoras ha sido una constante durante todo el siglo XX, y tal principio se mantiene vigente aún hoy. Se ha dicho, al respecto, que *“La fiscalización de las entidades aseguradoras es el punto de partida para mantener mercados de seguros eficientes, justos, confiables y estables en beneficio y protección de los asegurados. Los mercados de seguros eficientes y bien reglamentados ayudan a atraer y retener capital, además de fomentar la estabilidad financiera global (...) El sistema de supervisión debe tener como objetivos básicos el fortalecer los sistemas de gestión de riesgo de las aseguradoras, efectuar*

una fiscalización preventiva, contar con una regulación más flexible con un énfasis en principios, cumplir con los estándares internacionales y focalizar adecuadamente los recursos de supervisión”²³¹.

En lo que específicamente refiere a los CDS, esta facultad de contralor podrá ejercerse, en primer lugar, sobre los mismísimos contratos de CDS que se ofrezcan al mercado. En tal contexto, las alternativas de contralor pasarán bien por un tamiz previo a la comercialización del producto; o bien, por el régimen informativo dispuesto para las pólizas de Seguros de Grandes Riesgos.

La primera de las posibilidades enumeradas resulta aplicable para aquellos contratos de seguros que no alcancen el volumen de cobertura requerido para ser calificado como Seguro de Grandes Riesgos. En tal sentido, la LES estipula que los planes de seguro y sus elementos técnicos y contractuales²³² deberán ser aprobados por la SSN previo a su comercialización al público (art. 23); lo mismo que sus respectivas modificaciones (art. 28). Ello da la posibilidad de que la autoridad ejerza una regulación preventiva sobre los CDS; especialmente, en dos aspectos clave, que en gran medida forman parte de las críticas de los detractores de este derivado: por un lado, los **fundamentos técnicos de las primas**, disponiendo mecanismos de cálculo que, sin dejar de reflejar la evolución del riesgo del activo subyacente, impida no obstante un exacerbamiento de las volatilidades del precio de la prima; por el otro, **las bases de cálculo de las reservas técnicas**, para garantizar la capacidad de repago de los asegurados. En particular, las aseguradoras deberán informar a la autoridad la retención Máxima a asumir por riesgo y evento y la política de reaseguro que mantendrá para las posiciones abiertas (art. 24 del Reglamento).

A tal efecto, los CDS debieran ser encuadrados dentro de la modalidad de **“aprobaciones de carácter particular”** del art. 23 del Reglamento General de la Actividad Aseguradora - Resolución 38.708/2014 de la SSN- (el “Reglamento”)²³³. Éste tratamiento

²³¹ MACÍAS MUÑOZ, O. y PÉREZ JIMÉNEZ, F.; (2008); *“Fiscalización de la actividad aseguradora”*, en CONTRERAS STRAUCH, O.; *“Temas Relevantes del Derecho de Seguros Contemporáneo”*, correspondiente al X Congreso del Comité Iberoamericano de AIDA; Ed. Fundación Mapfre; Madrid; pág. 20.

²³² El art. 24 enumera cuáles son los elementos mínimos que deben ser informados a la SSN:

- a) El texto de la propuesta de seguro y el de la póliza;
- b) Las primas y sus fundamentos técnicos;
- c) Las bases para el cálculo de las reservas técnicas, cuando no existan normas generales aplicables.

²³³ El Reglamento contempla una tercera modalidad de aprobación de los elementos constitutivos de un producto de seguros: las **“Aprobaciones de carácter general”**, por las cuales los aseguradores pueden utilizar libremente los planes, cláusulas y demás elementos técnico-contractuales aprobados con carácter general por la SSN, sin necesidad de solicitar autorización particular o adhesión.

implica una expresa y particularizada aprobación de los elementos por parte de la SSN, lo cual exige previamente un análisis sustancial y razonado de su parte. Las condiciones contractuales aprobadas con carácter particular tienen un plazo de validez de diez años, sin perjuicio de la facultad de la autoridad de requerir las modificaciones o rectificaciones que considerare pertinentes. Luego de otorgada la aprobación de carácter particular a los primeros operadores de CDS nacionales, podría tenderse a la estandarización de los elementos a través de las “**adhesión a aprobaciones de carácter particular**”, a través de las cuales cualquier asegurador autorizado a operar en la rama particular puede adherirse a los elementos aprobados en particular por la SSN e implementarlos para sus propios productos –salvo negativa expresa de la autoridad en el término de 30 días-.

Además, la facultad de control previo de la SSN puede ser una buena ocasión para promover la estandarización local de los contratos. Tal como se explicó ya en otra parte de este trabajo, la homogeneización de las condiciones de contratación de CDS se torna en un presupuesto esencial para la efectiva implementación de las demás alternativas regulatorias que se vienen instituyendo alrededor del mundo. En tal contexto, sería recomendable que la SSN disponga lo necesario para que los contratos sometidos a su aprobación se asimilen cada vez más a las cláusulas predispuestas por el Acuerdo Marco –ISDA Master Agreement-, sus Protocolos y el formulario DRC. Recuérdese que entre éstas condiciones predispuestas no estaban incluidas la cuestión de las contragarantías –lo cual en el medio local podrá ser suplido por el reaseguro legal, conforme se explicará en breve-; ni la jurisdicción –lo cual permitirá que las disputas se radiquen en el medio local, evitando las jurisdicciones internacionales previstas por ISDA para su Schedule (en forma respetuosa con la tendencia a la protección de la parte más débil de la contratación)-.

Ahora bien: aun cuando el mercado local de CDS posiblemente tenga una importante participación de pequeños y medianos inversores –que no tendrían acceso a los grandes vendedores de cobertura a nivel mundial-, no por eso dejaría de ser importante la participación de los grandes actores del mercado financiero. Y es que si bien éstos suelen abrir posiciones con vendedores de CDS en las principales plazas del exterior, bien podría resultarles favorable un capítulo local donde limitar el riesgo de los valores negociables lanzados por emisores argentinos, cuyo volumen no alcanzaría a justificar la creación de un producto de cobertura de riesgos entre los vendedores foráneos de CDS.

Es en ese contexto que se torna relevante la consideración de la categoría de **Seguros de Grandes Riesgos**, contemplada por el art. 23.5 del Reglamento. La categoría de “Seguros de

Grandes Riesgos” –de recepción en diversos sistemas jurídicos- refiere a aquellos seguros sobre riesgos de pronunciada magnitud, asumidos por corporaciones o individuos que tienen un peso comercial relevante. Por ello, lejos de los contratos de adhesión, en estos casos los acuerdos de cobertura son “*tailor made*”, concertados a partir de una negociación bilateral en igualdad de condiciones entre ambas partes²³⁴. Consecuentemente, en esta clase de seguros, la autoridad de contralor suele relajar sus controles previos, permitiendo que la aseguradora ofrezca el producto a sus potenciales clientes sin que hayan pasado previamente por el proceso de aprobaciones del art. 23.

En lo que específicamente atañe a nuestro país, los Seguros de Grandes Riesgos son aquellos que reúnen conjuntamente los siguientes requisitos: a) La suma asegurada excede los sesenta millones de pesos (\$ 60.000.000) o su equivalente en otras monedas; b) no involucran Seguros de Personas; y c) la entidad aseguradora se encuentre habilitada a operar en el ramo por el cual se emitirá la póliza. En tales circunstancias, el Reglamento permite que el contrato de seguro sea concertado sin necesidad de que sus elementos cuenten con la autorización previa de la SSN²³⁵.

Y es que en este caso, el control de la SSN se realiza a posteriori; pero no por ello, de forma menos trascendental. En efecto, una vez suscripto el contrato, el asegurador deberá presentar a la SSN -en el plazo de sesenta días desde la firma o ciento veinte días desde el inicio de la cobertura-, una declaración jurada firmada por su representante legal. En el mentado documento, deberán identificarse detalladamente todos los elementos constitutivos del acuerdo de cobertura; a saber: **identificación de la aseguradora**; características del riesgo asumido; **suma asegurada total**; **número de póliza**; fecha de emisión; vigencia; tomador; **datos del asegurado**; **interés asegurado**; y **descripción del riesgo cubierto**. Asimismo, deberá asentar tales datos en el Libro de Emisión y Anulación y mantener la documentación relativa a

²³⁴ Para más detalles sobre el tema de los Seguros de Grandes Riesgos, puede consultarse IFRÁN, G. y SIGNORINO BARBAT, A.; (2008); “El Seguro de los Grandes Riesgos”, en CONTRERAS STRAUCH, O.; *Op. Cit.*; pp. 411-428.

²³⁵ Ello, siempre y cuando se cumplan con los demás requerimientos formales que establece el Reglamento: a) Conformidad del Asegurable de todas y cada una de las condiciones integrantes del contrato. En los casos que el asegurable sea una persona jurídica la conformidad debe estar suscripta por el representante legal de la misma; b) Informe de un letrado independiente, donde se deje constancia que las condiciones propuestas no contravienen las Leyes Nros. 17.418, 20.091 y su Reglamentación, ni ninguna norma de Orden Público; c) Texto de las condiciones contractuales, inicialado en cada una de sus hojas por el letrado que emitió el informe sobre las mismas y por el presidente de la aseguradora o su representante legal designado; d) Certificación actuarial elaborada por un profesional registrado en la SSN, en la que se informe: I) Las condiciones de reaseguro; II) Que el nivel de retención a asumir por la aseguradora no compromete su capacidad económico-financiera; III) Que cumple con la normativa vigente en materia de retenciones.

esos negocios a disposición de la SSN –incluyendo una copia completa de la póliza y las constancias de reaseguro correspondientes-.

El sistema informativo descrito permitirá ejercer un efectivo monitoreo sobre los contratos de los mayores operadores de CDS locales. Principalmente, del entrecruzamiento de diversos datos mandatorios –identificación del asegurador, suma asegurada total, descripción del riesgo cubierto- permitirán aproximar la exposición que tiene cada una de las entidades vendedoras de este contrato con respecto a cada emisor o activo subyacente. A partir de tales datos, podrá observarse de antemano si alguna de las firmas ha tomado tal cantidad de posiciones vendedoras que una eventual crisis –específica o general- podría poner en riesgo su estabilidad financiera.

Como correlato, la identificación de los datos del asegurado constituye un interesante elemento de disuasión de cualquier maniobra que tendiere a alterar artificialmente el devenir del activo subyacente. Cierto es que, en el escenario de encuadramiento asegurador que planteamos, la prohibición de los *CDS naked* reduciría de por sí sensiblemente la existencia de *moral hazard* en cabeza de los inversores. Sin perjuicio de ello, y más bien como complemento de tal situación, la identificación de las partes compradoras de CDS desterraría cualquier otro incentivo que pudiese tener el inversor en beneficiarse del default del título. Piénsese que aun siendo cierto que nuestro mercado de capitales es de baja profundidad y escaso volumen relativo, cualquier intención de alterar el valor de un valor negociable para beneficiarse con la contratación de su cobertura, requerirá un volumen de negociación que fácilmente superará los 60 millones de pesos contemplados como límite mínimo para los Seguros de Grandes Riesgos.

A mayor abundamiento, el resultado financiero de las empresas de seguros está fuertemente regulado por la SSN. Como una primera instancia de contralor, el Reglamento determina que ante la existencia de resultados negativos en alguna de las ramas de actuación de la entidad aseguradora al cierre de un ejercicio económico, deberá presentarse a la SSN un informe circunstanciado sobre los motivos que provocaron tales resultados y las medidas que se adopten para revertir la situación (art. 26.1.16 del Reglamento). Ésta herramienta permitirá a la autoridad monitorear a aquellos vendedores de CDS cuya ecuación económica financiera en este mercado particular no resulte rentable, a fin de adoptar las medidas necesarias para que la acumulación de quebrantos no conduzca a la larga a un desequilibrio financiero de la entidad; o, en todo caso, forzar a la entidad a retirarse de la rama aseguradora específica si no logra desarrollar las estructuras necesarias para hacer frente a la complejidad de la misma.

Aunque fuer es admitir que, basándose éste control en estados contables –información que por regla no es dinámica-, su utilidad será casi nula frente a situaciones de grave crisis o generalizado default de títulos.

A ello se agrega –ya en un plano más general-, controles contables y financieros que el Reglamento impone a los aseguradores, y que se constituyen en importantes herramientas para controlar el nivel de exposición y apalancamiento que se admitiría a los vendedores de CDS. Siendo que el mercado asegurador se apoya principalmente en dos grandes conceptos – solvencia y conducta de mercado-, la supervisión debe focalizarse en los conceptos de los cuales depende la capacidad real de las aseguradoras de hacer frente a sus compromisos; esto es: las reservas y los regímenes de inversión²³⁶. Si bien los detalles de tales cuestiones son eminentemente contables y financieros –excediendo con mucho los alcances de este trabajo-, bien vale la pena esbozar algunas recomendaciones muy generales al respecto.

Así, sería recomendable que la SSN disponga reglas particulares para esta clase de seguros en lo referente a las reservas técnicas²³⁷. En efecto, estas coberturas se caracterizan por prever un siniestro de baja probabilidad de ocurrencia; pero muy alto impacto en el supuesto de que finalmente se concrete, ya que el volumen del daño patrimonial asegurado ascienda probablemente a cifras millonarias. Tal esquema (presente en otras especies de seguros igualmente específicos, como por ejemplo, en los seguros por daños nucleares) merece pues un tratamiento particularizado, distinto al del resto de los seguros más tradicionales (en el cual hay mayor probabilidad de ocurrencia, pero menor intensidad del daño ante la misma).

En la misma tesitura, una medida positiva consistiría en que la SSN dispusiera ciertas reglas específicas para los vendedores de CDS en lo relativo a sus políticas de inversiones²³⁸. Y es que entre las inversiones autorizadas a las aseguradoras, se cuentan varias categorías de

²³⁶ MACÍAS MUÑOZ, O. y PÉREZ JIMÉNEZ, F.; (2008); *Op. Cit.*; pág. 22.

²³⁷ Las **reservas técnicas** –contemplada en el art. 33 de la LES y regulada en detalle en el art. 33 del Reglamento- son previsiones contables que deben registrar las aseguradoras y cuya finalidad es garantizar la solvencia de la misma para afrontar el pago de las indemnizaciones comprometidas ante la ocurrencia de los siniestros. El Reglamento contempla diversas clases de reservas, siendo las que aquí principalmente nos interesa, la **Reserva de riesgos en curso** –destinadas a cubrir los eventuales pagos que puedan devengarse de ocurrir el siniestro en el futuro- y la **Reserva de Siniestros Pendientes** – aplicable para los casos en los que el siniestro ya ocurrió, pero aún no se ha liquidado el monto definitivo a pagarse al asegurado; v.g.: existencia de declaración de default por el Determination Committe de ISDA, pero aún sin haberse realizado la subasta de los títulos-.

²³⁸ Conforme el art. 35 de la LES, los importes de las reservas previstas en el artículo 33 y de los depósitos de reservas en garantía retenidos a los reaseguradores deben invertirse íntegramente en las distintas alternativas que allí se enumeran; y en las proporciones y condiciones que los establezca la SSN en el Reglamento, quien además tendrá un control *ex-post* de la cartera conformada por la aseguradora.

activos que conforman precisamente los subyacentes de los CDS (v.g., títulos u otros valores de la deuda pública nacional o garantizados por la Nación; títulos de la deuda pública interna de las provincias; títulos públicos de países extranjeros; obligaciones negociables que tengan oferta pública autorizada). Consecuentemente, al hacer las revisiones de las Normas sobre Políticas y Procedimientos de Inversiones (NPPI)²³⁹, la SSN deberá controlar que haya una relación inversa entre la cantidad de CDS vendidos sobre determinado activo o emisor; y la proporción de cartera de inversión que la misma aseguradora ha destinado a esos activos subyacentes o emisores.

Ello, para evitar un escenario de extrema exposición de la asegurador al riesgo del título, en el cual un eventual default del activo cubierto (o de su emisor) impacte en el patrimonio de la parte vendedora tanto en el pago de los contratos de cobertura, como en el valor de los propios activos en que éstas invirtieron las reservas técnicas que debían actuar de garantía de dichos pagos. Tal tesisura es además recomendada por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), que plantea un enfoque de balance total del cual se desprendan claramente las interdependencias existentes entre las diversas posiciones abiertas por una misma entidad, para evaluar conjuntamente su nivel de exposición a un mismo riesgo o a riesgos positivamente correlacionados.

Más allá de estas ventajas en la faz de contralor, existe otra circunstancia de gran incidencia que nos lleva a inclinar la balanza en favor de encuadrar a los *credit default swaps* dentro de la categoría de seguros. Y tal circunstancia, es el hecho de que en nuestro mercado asegurador contamos ya desde hace varios años con una institución de marcadas similitudes con nuestro objeto de estudio: **el seguro de crédito**.

El seguro de crédito es una modalidad de cobertura de naturaleza financiera²⁴⁰ utilizada en las transacciones comerciales, a través del cual el otorgante de financiación se cubre ante la posibilidad de que su deudor –comprador de la mercadería- caiga en situación de insolvencia antes de haber cancelado toda la deuda. El seguro de crédito tradicional opera sobre tres aspectos esenciales del proceso comercial: **la prevención de riesgos** (analizando la cartera de clientes del asegurado, a fin de detectar el nivel de exposición y concentración de la

²³⁹ Las **NPPI** son documentos que deben elaborar los órganos de administración de las aseguradoras, en la cual establecen los protocolos y planes de inversiones a realizar en cumplimiento de la obligación del art. 35 LES. La SSN está autorizada por el art. 35.2 del Reglamento a observar las NPPI, la operatoria prevista en ellas y ordenar su modificación en aquellos puntos que se alejen de los principios fijados por la reglamentación.

²⁴⁰ ASOCIACIÓN PANAMERICANA DE FINANZAS; (1994); "El seguro de crédito: sus posibilidades de desarrollo en América Latina"; Pág. 16.

misma); la **gestión de recobro** (poniendo en movimiento toda una serie de alternativas para lograr el pago de la deuda); y finalmente, el aspecto que aquí más nos interesa: la **indemnización por pérdidas sufridas**. Ésta última etapa se activa una vez que el asegurador ha agotado el plazo previsto para la gestión de recobro, sin haber obtenido el cumplimiento de la deuda. En tal escenario, deberá abonar al asegurado el porcentaje de la obligación cuya cobertura se hubiese pactado, subrogándose luego en los derechos de aquel a fin de continuar las acciones de recupero y ejecución²⁴¹.

Ya desde esta primera aproximación, surge patente el paralelismo existente entre este instituto y los CDS en lo relativo al **riesgo cubierto**. Y es que en ambos casos, el riesgo cubierto es la **imposibilidad del deudor de cumplir con los compromisos asumidos**. Vale aclarar, no obstante, que existen diferencias en el la génesis del riesgo (crédito comercial en un caso; crédito financiero, en el otro). A mayor abundamiento, el siniestro tomará diferentes formas de manifestación en uno y otro contrato. Así, en la modalidad de seguro de crédito, generalmente se acuerda que el siniestro se tendrá por acaecido cuando el deudor fuese declarado en insolvencia o hubiese iniciado procedimientos concursales o paraconcursales; aunque podrá activarse incluso antes (v.g. transcurrido determinado plazo desde la mora en el cumplimiento). Por su parte, como ya lo estudiáramos a lo largo de este trabajo, los CDS toman como disparadores toda una serie de hechos –los “eventos de crédito”- que revelan un incumplimiento del deudor a las condiciones asumidas, cuya existencia deberá ser constatada y declarada por ISDA. Pero siempre estará presente esta idea motora de la **protección frente al crédito otorgado a un tercero**.

Incluso en ambos contratos de cobertura, la evolución de la prima se corresponde con un continuo análisis sobre el riesgo de impago del deudor/emisor. En tal sentido, explica María Isabel Candelario Macías, respecto del seguro de crédito, que *“El control de la solvencia de los compradores asegurados acontece de manera continua y puede acarrear un reajuste de las clasificaciones concedidas al asegurado según la calidad individual. Para el asegurador, la obligación de información del asegurado es imprescindible. Con ésta el asegurado se compromete a comunicar al asegurador todo lo referente al estado y desarrollo de un riesgo que pudiera ser relevante para apreciar la solvencia de un comprador. Además del procesamiento de estas informaciones, el asegurador debe disponer de una red propia para recabar información que le permita una observación permanente de los clientes cubiertos y de la coyuntura tanto general como de los ramos. El reajuste de las clasificaciones forma parte de*

²⁴¹ PERSONNE, P.; (Diciembre 2006); *“El Seguro de Crédito frente al Riesgo de Impago”* en *Estrategia Financiera*, n° 234; Ed. Wolters Kluwer; Madrid; pp. 39-40

la política de suscripción del asegurador, al igual que el intento de formar una cartera equilibrada en lo referente a los sectores de los clientes asegurados y al perfil de los mismos”²⁴².

Claro que, en el caso de los CDS, el comprador de la cobertura no tendrá obligaciones informativas para con el vendedor, ya que tratándose de títulos que operan en oferta pública, la información sobre el mismo –y sobre su emisor- también debe ser pública y accesible para cualquier interesado (caso contrario, se trataría de información reservada o privilegiada, siendo ilegal su transferencia a terceros no autorizados). Por esa misma razón, en este contrato de cobertura en particular debiera morigerarse la aplicación los arts. 37 y 38 LS²⁴³; el primero, en razón de que por la propia naturaleza del riesgo asegurado, debe presumirse *iure et de iure* que el asegurador no pudo haber desconocido que la probabilidades de default del emisor podían incrementarse sensiblemente con el correr del tiempo; el segundo, porque la naturaleza pública de la información relativa al emisor torna innecesario y hasta reiterativo que el asegurado deba informarle al vendedor del CDS las circunstancias de agravación del riesgo. Excepción a esta última aserción serían los casos en los cuales el activo subyacente no tenga cotización por oferta pública, ya que en ese particular escenario, la obligación prevista por el art. 38 recobraría nuevamente toda su relevancia.

Desde allí que pueda trazarse un paralelismo entre ambos contratos, apoyadas ambas en operaciones de financiamiento; más allá de la innegable y obvia diferencia respecto a la naturaleza de los créditos que en uno y otro caso son cubiertos (créditos comerciales en el seguro de crédito; crédito financiero, en el CDS) y otras diferencias de menor incidencia que pudieren existir²⁴⁴. Por eso, debe remarcarse que **no estamos planteando una igualación o mimetismo entre ambas modalidades de seguro; sino tan solo, explicando que las dos tienen**

²⁴² CANDELARIO MACÍAS, M. I.; (1999); “La funcionalidad del seguro de crédito”, en *Revista de Derecho Mercantil* 1999-6, 235; AR/DOC/4294/2001; Pág. 7, Nota 15; con referencia a Asociación Panamericana de Fianzas; (1994); “*El seguro de crédito: sus posibilidades de desarrollo en América Latina*”; Pág. 26.

²⁴³ Art. 37, LS: *Toda agravación del riesgo asumido que, si hubiese existido al tiempo de la celebración, a juicio de peritos hubiera impedido el contrato o modificado sus condiciones, es causa especial de rescisión del mismo.*

Art. 38 LS: *El tomador debe denunciar al asegurador las agravaciones causadas por un hecho suyo, antes de que se produzcan; y las debidas a un hecho ajeno, inmediatamente después de conocerlas.*

²⁴⁴ Algunas de las diferencias más remarcables entre ambas coberturas son:

- Los seguros de crédito suelen contratarse como cobertura global o flotante; es decir, amparando el riesgo de impago sobre todo o parte del universo de deudores del asegurado. Por el contrario, los CDS suelen ser constituidos en forma individual sobre un activo financiero en particular; aunque debe recordarse la existencia de los llamados “CDS *multi-name*”, en los cuales la cobertura comprende a toda una cartera de activos subyacentes.

- Generalmente, el seguro de crédito no compensa el total del valor nominal de la deuda comercial cubierta, sino sólo un porcentaje (habitualmente, hasta un 80-90%). En los CDS, por el contrario, se cubre todo el valor nominal del activo subyacente.

un relevante listado de puntos en común. Tal circunstancia facilitaría la inserción de los CDS en el mercado asegurador nacional, ya que las empresas del ramo cuentan con experiencia en servicios de similares prestaciones.

Por otra parte, también podría plantearse la existencia de cierta similitud entre los CDS y otra modalidad aseguradora de gran trayectoria en el mercado nacional: el **seguro de caución**. Éste contrato es encuadrado dentro de los denominados Seguros de Garantía por el Reglamento, compartiendo dicha categoría precisamente con los seguros de crédito que analizamos en los párrafos anteriores²⁴⁵. En igual tesitura, la doctrina hace referencia a “seguros de crédito en general”, para luego distinguir a los que amparan contra la insolvencia de los deudores propuestos por el acreedor en su propio interés (el *seguro de crédito propiamente dicho*) y los que participan de las características de un aval o una fianza, donde el tomador asegura al acreedor el cumplimiento de su obligación (el *seguro de caución*)²⁴⁶.

En el seguro de caución, el **tomador** es el sujeto pasivo de una obligación contractual principal, quien contrata esta cobertura para asegurar a su acreedor (**beneficiario**) que en el caso de no realizar la obra o cumplir con el suministro o servicio comprometido (**incumplimiento**), reciba en sustitución una indemnización del **asegurador**²⁴⁷. Mediante este instrumento puede asegurarse el cumplimiento de cualquier especie de obligación principal (ya sea de dar, de hacer, o incluso de no hacer).

El seguro de caución es por tanto un contrato accesorio de la relación crediticia principal, que se suscribe a efectos de compensar las consecuencias que pudieren derivarse de su incumplimiento. La accesoriedad con la relación contractual subyacente es de tal magnitud que ha sido asimilado a la fianza comercial por gran parte de la doctrina y la jurisprudencia²⁴⁸. Incluso pronunciamientos del Máximo Tribunal han negado la existencia de un verdadero “riesgo asegurable”, toda vez que el asegurador debe responder aún cuando el tomador haya producido el siniestro en forma dolosa y voluntaria; por esa razón, se ha expresado que se

²⁴⁵ Reglamento, art. 33.1.1, inc. g)

²⁴⁶ MORANDI, J.C.F.; (1963); “*Lecciones Preliminares sobre el Contrato de Seguro*”; Buenos Aires; p. 27,

²⁴⁷ Diversas definiciones de este contrato pueden encontrarse en GIMENO, R. F.; (1988); “Seguro de caución” en “*Lecciones Y Ensayos*”, nº 49; Buenos Aires; Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires; pp. 227/228.

²⁴⁸ GIMENO, R.F.; *Op. Cit.*; pp. 251-256.

trataría de un contrato de cobertura *sui generis*, siéndole aplicable la LS sólo en aquellas cuestiones en que sea estrictamente compatible²⁴⁹.

Una de sus principales ventajas radica en que la falta de cumplimiento del pago de la prima no afecta al asegurado, ya que no se habilita al asegurador a suspender la cobertura por dicho motivo²⁵⁰. La otra ventaja, por su parte, pasa por la obligación de celeridad que se impone a la aseguradora al momento de indemnizar al beneficiario, de forma tal que no puede exigir al beneficiario que demuestre la imputabilidad del incumplimiento al tomador; ni mucho menos, que cuente con un fallo judicial que declare el incumplimiento²⁵¹.

Si bien a primera vista parecería que los seguros de caución podrían constituir una nicho o plataforma desde el cual receptar la oferta de CDS como modalidad aseguradora en Argentina, un análisis más profundo nos demostrará que ambas figuras no son estrictamente compatibles.

En primer lugar, la naturaleza del rol del vendedor del CDS no se compadece con la del asegurador del seguro de caución. Es que aquel asume una obligación propia y autónoma, independiente de la asumida por el deudor del contrato principal, con quien no tiene ningún vínculo jurídico –más allá de tomar a su incumplimiento como una condición objetiva (evento de crédito) cuya ocurrencia hace nacer la obligación de efectivizar la cobertura-. Por el contrario, el asegurador que otorga la caución subroga su responsabilidad patrimonial por el incumplimiento del tomador, de forma que se pone en una posición de codeudor concurrente o “in solidum” en base a la relación de accesoriedad existente entre el contrato de cobertura y el contrato principal. Es decir que el asegurador se suma como un nuevo responsable complementario a la relación jurídica primigenia.

La diferencia marcada resulta trascendental, ya que en el seguro de caución, el asegurador podría oponerle al beneficiario todas las defensas que contra éste tuviera el tomador, en vista de la inescindibilidad existente entre los dos contratos; posibilidad que tendrá vedada el vendedor de CDS. A mayor abundamiento, ante un eventual reclamo judicial del beneficiario, éste debiera citar al deudor principal como demandado, y luego al asegurador en los términos del art. 118 LS. Por el contrario, en un CDS, el comprador de la cobertura

²⁴⁹ Corte Suprema de Justicia de la Nación; 30/06/1992; "*Estado Nacional (Ministerio de Economía Sec. de Intereses Marítimos) c. Prudencia Cía. Arg. de Seguros Generales S.A. S/ Cobro*"; FALLOS 315:1406.

²⁵⁰ Esta característica es una excepción a la regla del art. 31 LS, que dispone la suspensión de la cobertura cuando el tomador incurre en mora en el pago de la prima.

²⁵¹ Ello, sin perjuicio de que en el caso de los CDS, pudiera estipularse que el siniestro ocurrirá con la declaración de incumplimiento por parte del ISDA.

demandará directamente al vendedor de ésta por ejecución de contrato en forma principal, sin necesidad de participar al deudor del activo subyacente.

Asimismo, existe una notoria divergencia entre las partes que constituyen uno y otra modalidad: en el seguro de caución, el tomador de la cobertura es el propio deudor, quien instituye al acreedor como beneficiario -se trata de un seguro plurilateral o tripartito-. Las obligaciones del contratante, por tanto, quedan en cabeza del deudor del contrato principal. Por el contrario, en las coberturas de incumplimiento crediticio, el comprador de la protección es el propio acreedor, mientras que el deudor pasa a ser un tercero ajeno a la relación contractual asegurativa.

A partir de esta estructura obligacional, la asimilación de seguros de caución y CDS resultaría impracticable desde la realidad del mercado financiero. Como ya se explicara al principio de este trabajo, las tasas pactadas para las operaciones de financiamiento, se construyen en base a dos elementos: una parte, es la tasa implícita para toda operación financiera libre de riesgo (generalmente, equiparada a la compra de bonos del Tesoro de Estados Unidos de América, los *T-Bonds*); y el resto, la tasa que se exige al deudor en base al riesgo suplementario de impago que exhiba por sobre aquella operación libre de riesgo. Ahora bien: ¿cómo se explicaría ésta sobretasa, si al mismo tiempo el tomador de deuda estaría contratando un seguro a favor del acreedor para cubrirle ese riesgo suplementario? Claramente, en un escenario tal, no se estaría asumiendo un verdadero riesgo suplementario, ya que el default del emisor del activo subyacente resultaría neutro para el prestamista. Por tanto, todos los activos subyacentes debieran ser pactados a la misma tasa “libre de riesgo”, y quien asumiría el costo del mayor riesgo sería el deudor, al tener que pagar una prima al vendedor del CDS.

En este punto, algunos lectores podrían pensar que en todo caso, al deudor le resultaría indistinto que dicho costo vaya a tasa de interés o a prima, porque ambos rubros debieran tender a ser iguales, ya que se calculan en base a la misma variable. Sin embargo, la paridad no es tal, ya que la prima del seguro siempre excede el mero costo del riesgo asegurado, ya que incorpora además los costos administrativos de la aseguradora, y el premio o retribución que ésta exige por sus servicios. Téngase presente además, que el deudor debiera suscribir un seguro de caución para toda la clase o serie del activo subyacente, no pudiendo hacer acuerdos de cobertura a favor de algunos tenedores y prescindir del mismo respecto de otros. Ello así, porque es regla general en todas las regulaciones a lo largo del

mundo, la obligación de mantener la igualdad de derechos entre todos los títulos emitidos en una misma clase o serie²⁵².

A mayor abundamiento, una estructura de cobertura como la expuesta, impactaría en la negociación secundaria de los activos subyacentes, ya que les quitaría el incentivo de beneficiarse por un aumento de precio ante una eventual compresión de la tasa interna de retorno (TIR). En efecto, si quien asumirá el costo del mayor o menor sobre-riesgo será el propio deudor, el valor de cotización del activo subyacente no sufriría prácticamente ninguna modificación, ya que el acreedor estará prácticamente siempre expuesto al mismo riesgo (salvo modificaciones en la cotización de los *T-Bond*, que suele ser muy estable).

La cuestión de las “operaciones de crédito financiero puro”:

Llegado a este punto, debemos abordar una cuestión que tal vez pueda generar cierto reparo con respecto al tratamiento propuesto hasta aquí: esto es, **la prohibición contenida en el art. 24 inc. b) LES**. Dicho dispositivo expresamente dispone que “*Están prohibidos: (...) 2. La cobertura de riesgos provenientes de operaciones de crédito financiero puro*”. Mediante esta limitación se pretende mantener la exclusividad de objeto de las compañías aseguradoras (art. 7, inc. b; LES), evitando coactivamente que las entidades financieras trasladen al sector asegurador su riesgo comercial. Tan categórica prohibición establecida por la normativa, nos conduce a preguntarnos si la cobertura del riesgo de incumplimiento crediticio no se trataría, precisamente, de una operación de crédito financiero puro. **Anticipamos desde ya que, a nuestro humilde entender, la respuesta al interrogante es negativa.**

Para explicar nuestra postura, debe partirse de la base de que ninguna normativa ha explicitado qué debería entenderse como “*operación de crédito financiero puro*”. Siendo así, la determinación de los alcances del concepto deberá buscarse en las ciencias económicas, las cuales enseñan que se denomina “*operación financiera*” a toda acción por la que se intercambian o sustituyen unos capitales financieros por otros con distinto vencimiento, formando un conjunto de flujos de caja (cobros y pagos) de signo opuesto y distintas cuantías

²⁵² Como ejemplo, vale destacar el art. 2 de la Ley 23.576; el art. 1694 del Código Civil y Comercial de la Nación; o artículo 326 de la Ley 19.550.

que se suceden en el tiempo²⁵³. Partiendo de tal conceptualización, no quedan dudas que los empréstitos instrumentados en los valores negociables que hacen las veces de activo subyacente de un CDS, son “operaciones de crédito financiero”. En idéntica tesitura, tampoco puede haber dudas de que también son operaciones financieras los préstamos o adelantos comerciales que hacen al objeto de los seguros de crédito; los mutuos para consumo del cual derivan los seguros de saldo deudor; y toda otra serie de negocios en los cuales trasunta la idea de crédito y diferimiento de pago en el tiempo.

Por tanto, la clave de la cuestión pasa por desentrañar qué ha de entenderse por “puro” en la normativa. Y en este sentido, creemos que la línea divisoria pasa por determinar si los fondos adelantados **van a ser destinados** a ser aplicados a la “economía real” o a la “economía financiera”. Sucintamente, cabe recordar que la “economía real” es aquella conformada por la producción, la distribución, el comercio y el consumo de bienes y servicios; mientras que la “economía financiera” es aquella en la que se mueven los capitales ociosos en busca de oportunidades de inversión que aseguren mayores rentabilidades.

Llegado a este punto, bien vale hacer una aclaración: **toda operación financiera, necesariamente, forma parte de la “economía financiera”**, en tanto y en cuanto implica la transferencia de un capital ocioso a favor de otro individuo que lo demanda, a cambio de cierta rentabilidad futura. Ergo, es necesario asumir que la LES no está prohibiendo que las aseguradoras cubran operaciones de la “economía financiera” en general, puesto que el art. 24 b) claramente especifica que las únicas operaciones financieras prohibidas son las puras; mientras que no expresa reparo alguno respecto de las operaciones de crédito “no puras” –en nuestro parecer, aquellas destinadas a la inversión real-. Consecuentemente, **la pauta de distinción que debemos buscar no está en el simple hecho de si la operación cubierta pertenece a la “economía real” o a la “economía financiera”; sino si la causa-fin de la operación es la aplicación de los fondos a la una u otra economía.**

Pivoteando sobre estas bases, podemos identificar como “operaciones financieras puras” a las operaciones de call money²⁵⁴; a los pases bursátiles²⁵⁵; y en general, a toda clase

²⁵³ MIRA NAVARRO, J. C.; (2015); “*Introducción a las Operaciones Financieras*”; Alicante; Ed. Juan Carlos Mira Navarro; p.3

²⁵⁴ Los **call money** son préstamos interbancarios que se realizan por períodos generalmente breves, a efectos de evitar el “descalce” con respecto a los coeficientes (encajes) fijados por la autoridad monetaria (Banco Central).

²⁵⁵ En el **pase bursátil**, el inversor vende (o compra) valores negociables a un precio de contado o a plazo y pacta simultáneamente la operación inversa de compra (o venta) para un mismo comitente y en un

de valores negociables sintéticos –como los CDO que ya explicáramos anteriormente, o las cuotapartes de fondos comunes de inversión-. Por el contrario, en las operaciones financieras que hemos dado en llamar “no puras”, encontraríamos en general toda clase de mutuo destinado a ser aplicado a actividades productivas o de consumo.

Ahora bien: ¿a cuál clase de operaciones financieras pertenecen las obligaciones negociables, los bonos, los debentures y, en general, los valores negociables que suelen ser activos subyacentes de un CDS? Tal vez el lector se sienta tentado a responder, en una primera aproximación, que forman parte de las “operaciones puras”; sin embargo, un análisis más detenido nos enseña que **se trata de operaciones “no puras”**. En efecto, cuando las corporaciones o los Estados salen a buscar financiamiento al mercado de capitales, lo hacen con la intención de aplicar los fondos a inversiones de capital o infraestructura que les permita mejorar su productividad y generar o aumentar el superávit de sus balances. Esta aseveración vale incluso para las emisiones que se realizan con la intención de refinanciar las deudas preexistentes, ya que dicha operación libera fondos actuales que pueden ser aplicados nuevamente a la actividad principal del emisor en la “economía real”.

Y es que la finalidad última de las empresas y el Estado –éste último, entendido como circunscrito a su faz económica- es participar en la generación, procesamiento y colocación de bienes y servicios. En tal contexto, la emisión de valores negociables no es sino una forma más de instrumentación de deudas financieras asumidas para financiar actividades, inversiones o consumos en el mundo de la economía real. De hecho, al momento de calificar los riesgos del activo, la asignación del *rate* se apoya en gran medida en la capacidad de repago de los emisores, la cual se calcula en base a los flujos de fondos esperados de su actividad productiva principal.

Ahora bien: ésta calidad originaria de la operación de crédito, no se ve modificada por el hecho de que luego la titularidad de la acreencia se transmita mediante oferta pública; ni siquiera, si el nuevo adquirente es reconocidamente un especulador financiero. Ello así, porque la cesión del crédito no tiene virtualidad de alterar las condiciones originarias del mismo; ni mucho menos, su naturaleza primigenia. Por más que el activo subyacente en el cual se ha instrumentado la operación de financiamiento sea objeto de operaciones financieras “puras”; el crédito en sí, el negocio subyacente de aquel activo, seguirá conservando su calidad

vencimiento posterior; siendo el beneficio –o la pérdida- el diferencial existente en el precio de cotización del activo entre la fecha de adquisición/enajenación y la fecha de reventa/recompra.

sea cuales fueran las intenciones personales de quienes lleguen a ser titulares del valor negociable que lo representa.

En este punto, cabe recordar que una de las ramas de mayor penetración en el mercado asegurador local, es precisamente el **seguro sobre saldo deudor**. Éste producto consiste en un seguro de cobertura derivado de una relación financiera de consumo o financiamiento de bienes de capital –generalmente, un mutuo-, por el cual el prestamista se previene ante el riesgo de que el prestatario no pueda honrar en el futuro sus compromisos asumidos, ya sea por haber muerto o bien por haber quedado laboralmente incapacitado. En tal sentido, el art. 6 de la Resolución 35.678/2011 de la SSN (reglamentaria de este seguro en particular) establece que la cobertura recae sobre el capital asegurado; esto es, el saldo de la deuda del deudor durante la vigencia del seguro. Como correlato –prosigue el mismo artículo-, el beneficio será el equivalente a las cuotas periódicas de cancelación de los saldos por la deuda comprometida; o el saldo adeudado al momento del siniestro, en el caso de tarjetas de crédito y descubierto en cuenta corriente. Bien vale aclarar, que en este caso, el “capital asegurado” comprende tanto al principal (capital, técnicamente) como a los intereses.

Este instrumento facilita otorgamiento de crédito a personas físicas y reduce las tasas exigidas por el adelanto de capital, ya que desplazan hacia un asegurador el riesgo que supone, para el acreedor, la posible muerte o invalidez de alguno de los deudores²⁵⁶. Riesgo que –casi obsta aclararlo- se deriva de la incapacidad de la persona muerta o incapacitada, de seguir generando el flujo de fondos que fuera tenido en consideración por el prestamista al momento de acordarse el contrato de financiación.

Claramente, la operación subyacente a la cobertura es una “operación de crédito financiero”. Sin perjuicio de ello, la SSN no sólo la ha admitido como una modalidad válida de seguro, sino que además la ha reglamentado específicamente. Y ello, precisamente porque se trata de financiamientos cuyo destino es ser aplicados a la economía real. Ahora bien: **¿cuál sería la diferencia intrínseca entre este seguro de saldo deudor; y un CDS?** Veamos:

- En ambas coberturas, **el interés asegurable es exactamente el mismo**: obtener el repago del dinero oportunamente financiado para evitar un perjuicio patrimonial del acreedor.

²⁵⁶ FACAL, C. J. M.; (2013); “La cobertura de incapacidad total y permanente en el seguro de vida colectivo de deudores”; en *Revista de Responsabilidad Civil y Seguros*, N° 2013-IX, 189; Ed. La Ley; Buenos Aires; cita online: AR/DOC/3181/2013; p. 2.

- Ambas clases surgen como derivados de un **mismo negocio subyacente**, que es una **operación de financiamiento para consumo o inversión**. Ésta es, sin dudas, la clave de toque de esta comparación, ya que marca la diferencia con las operaciones de financiamiento puro, conforme la conceptuáramos unas líneas más arribas.

- Concordantemente, en ambos contratos **el siniestro se identifica con la misma situación**: la imposibilidad del deudor de cumplir con sus pagos en forma oportuna (en un caso, por muerte o incapacidad; en el otro, por caer en estado de default).

- Finalmente, el **cumplimiento de la cobertura** debida por la aseguradora resulta similar –si bien no idéntico- en ambos casos: deberá abonársele al comprador del contrato, el capital de la deuda cubierta (con más sus intereses -de corresponder- en el caso del seguro de vida de saldo deudor).

Como claramente surge de la comparativa anterior, no existen diferencias intrínsecas entre el seguro de saldo deudor y un eventual seguro de CDS. O, lo que es lo mismo: si la SSN ha aceptado que los seguros de saldo deudor no constituyen un mecanismo de cobertura sobre operaciones de crédito financiero puro, **no existirían bases que justifiquen el encuadramiento de los CDS dentro de la prohibición del art. 24 inc. b) LES**. Ello así, porque **en ambos casos las operaciones financieras que dan lugar a la cobertura, tienen como finalidad última el consumo o la inversión del capital adelantado, y no la mera especulación financiera**. Ello, más allá de que en ambos casos, el prestamista es una entidad financiera o inversora, cuyo negocio se encuentra absolutamente imbricando en la actividad financiera.

Máxime, teniendo en cuenta que el seguro de saldo deudor suele cubrir el repago de intereses, con lo cual actúa como garantía de riesgo no ya sólo del capital adelantado, sino también de la rentabilidad financiera que se esperaba obtener de dicho financiamiento, y que –recordémoslo- es la verdadera contrapartida por el riesgo asumido en la operación financiera. Así las cosas, si esta situación no ha sido merituada como incompatible con el objeto de las aseguradoras por parte del órgano de contralor, mucho menos podría serlo aquel otro contrato de cobertura en el cual lo que se busca es no sufrir un daño emergente, antes bien que protegerse contra un lucro cesante.

Ahora bien: en última instancia, si pese a los argumentos expuestos anteriormente, el lector considerase que los CDS estarían vedados como alternativa aseguradora por lo

dispuesto en el art. 24 inc. b) LES, la única alternativa posible para vadear el obstáculo planteado sería **una reforma legislativa que relativice tan determinante prohibición.**

En efecto, si bien los fundamentos de la norma que analizamos –en el sentido de evitar exponer a las compañías aseguradoras al riesgo de las entidades financieras- son entendibles y conservan su vigencia, existen hoy herramientas informativas y regulatorias mucho más eficientes que una prohibición general e inderogable. Nuestra época ha venido desterrando cada vez con mayor ahínco las soluciones binarias, reemplazándolas por fórmulas flexibles que permitan conciliar el provecho de las oportunidades con la cautela que debe tenerse al encararlas. En un mundo tan cambiante como el que nos toca vivir, las reglas rígidas pronto quedan superadas por la realidad de las cosas, convirtiéndose bien en una rémora que va trabando el progreso de las instituciones; o bien en una frase vacía que es sistemáticamente pasada por alto pese a su formal vigencia. En un contexto como el mencionado, la admisión de soluciones menos fundamentalistas y más acordes a la realidad comercial del mercado se erige como una necesidad impostergable²⁵⁷.

Las reformas del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (Basilea II) se inscribe en esta tendencia. En consonancia, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile ha implementado un nuevo modelo que torga un alto grado de flexibilidad a las aseguradoras para definir sus políticas de riesgo, de modo que cada compañía tenga mayor libertad para adoptar sus decisiones sobre la base de sus propios modelos y análisis de riesgos, sin estar constreñidos a cada paso por una regulación predeterminada²⁵⁸.

No puede pasarse por alto que la relativización de esta prohibición ya es un hecho en la práctica, aunque por vías alternativas. Como es sabido, las entidades aseguradoras están normativamente habilitadas para adquirir bonos de renta fija y otros valores negociables con sus reservas técnicas. Esto significa que las aseguradoras se exponen constantemente al riesgo de las operaciones financieras –puras, dirían quienes no compartan nuestra postura- y toman posiciones de riesgo frente al incumplimiento del emisor de los valores negociables que tengan

²⁵⁷ En tal sentido, se ha dicho: “Considerando ésta realidad, los supervisores del sistema financiero de países más desarrollados, han evidenciado en los últimos años una tendencia clara hacia modelos de supervisión basados en riesgos más que en cumplimiento de normas (...) Considerando lo expuesto el nuevo modelo de supervisión de solvencia basada en riesgos de la SVS para la industria aseguradora, se estructura sobre la base de dos niveles: a) (...) un nuevo régimen de inversiones, más flexible que el actual; y un sistema de valoración de activos, pasivos y patrimonio apegado a los nuevos estándares internacionales, bajo el concepto de valor de mercado o económico. B) Un nivel de supervisión (...) con énfasis en lo cualitativo y que permite a la autoridad evaluar los riesgos individuales de las compañías y su gestión por parte de éstas...”. MACÍAS MUÑOZ, O. y PÉREZ JIMÉNEZ, F.; (2008); *Op. Cit.*; pág. 23.

²⁵⁸ MACÍAS MUÑOZ, O. y PÉREZ JIMÉNEZ, F.; (2008); *Op. Cit.*; pág. 40.

en cartera. En tal sentido, el riesgo de crédito es el mismo tanto si se adquiere el activo subyacente directamente, como si se vende una protección sobre el mismo; en ambos casos, la aseguradora estará tomando una posición larga.

Llegado este punto, bien cabe recordar el Proyecto De Ley General De Seguros propuesto por el Consejo Jurídico Asesor Honorarios de Seguros, convocado por la SSN. Esta iniciativa aunó los conocimientos y propuestas de varios de los mayores especialistas del mercado asegurador local. Su principal objetivo fue reemplazar las viejas LS y LES, por un cuerpo único de reglas que reflejen el estado actual de la materia de seguro y respondan a las necesidades contemporáneas. Así, el Proyecto tuvo como ideas directrices el promover el fortalecimiento de la confianza en la actividad aseguradora; la protección de los consumidores y usuarios; la libre elección y la obtención de una debida protección por parte de la prestadora; la constitución de un adecuado marco regulatorio de las normas que ordenan el contrato y la actividad aseguradora que fuera compatible con las exigencias internacionales; **y la implementación de eficientes modelos de regulación y control de la actividad aseguradora, que impulse el crecimiento del Mercado Asegurador en la economía argentina**²⁵⁹.

En este contexto, el art. 433 del mencionado trabajo proponía reemplazar el art. 24 LES existente, por una solución más ecléctica y dinámica: *“La cobertura de riesgos provenientes de operaciones de crédito financiero puro solo puede ser autorizada por la Superintendencia mediante resolución que establezca las condiciones, modalidades y límites de dichos planes”*. Y una nota al pie se encargaba de aclarar –con mucha justeza- que la eliminación del texto prohibitivo no se traducían en una absoluta libertad de concertar este tipo de operaciones, sino que se dejaba la cuestión a criterio y autorización de la Administración.

Tal como hemos visto hasta aquí, el propio Reglamento de la actividad aseguradora puede proveer los mecanismos necesarios para alcanzar los mismos objetivos que trasunta el art. 24 inc. b); pero otorgando a la vez la flexibilidad que nuestro tiempo exige a las figuras jurídicas para que puedan adaptarse a la cambiante realidad que día a día se nos presenta. Ello así, en vista de que los innegables desafíos que conllevarían la recepción de los CDS en nuestro medio –y que extensamente hemos enumerado y analizado en este trabajo-, bien justifican

²⁵⁹ Los Objetivos del Proyecto están detalladamente enumerados en el art. 2 del mismo, y tienen su fuente en los Objetivos definidos en el Plan Nacional Estratégico de Seguros 2012-2020 elaborado por la SSN.

que se habilite la opción de recurrir al mercado asegurador como etapa de gestación y aclimatación del derivado a las posibilidades de contralor locales.

A MODO DE CONCLUSIÓN

Hasta aquí, hemos cumplido con todos los pasos anunciados en el introito del presente trabajo. Dijimos al principiar estas hojas, que nuestro principal interés pasaba por presentar este relevante instrumento financiero al ámbito local, como disparador de una discusión sobre su posible recepción y encuadramiento dentro del sistema normativo argentino. Ello, en vista de las consecuencias que su absoluta desregulación causó en el mercado financiero mundial durante la crisis de 2008.

En tal contexto, hemos descripto los caracteres más relevantes, analizando las diversas modalidades que se ofrecen, los mecanismos de contratación y activación de protección existentes; y finalizando con somero panorama del mercado mundial de los CDS. Todo ello, como medio de presentación de los CDS al medio local.

Teniendo como base estas consideraciones, se sopesaron las ventajas y desventajas que se han achacado a este derivado. Del análisis realizado, concluimos que no existe nada ínsitamente propio de los CDS que amerite su rotunda prohibición en los mercados financieros. Arriesgamos, por el contrario, que la discusión debía centrarse más bien en los mecanismos y formas de contralor que debían implementarse para poder aprovechar sus bondades sin quedar expuestos a sufrir en forma ilimitada los riesgos asociados al mismo.

En razón de tal conclusión, iniciamos una exploración por las diversas herramientas propuestas a lo largo y ancho del globo para reglamentar y controlar la actividad de los derivados financieros en general y de los CDS en particular. Más aún, observamos en detalle cómo están manejando la cuestión los principales mercados financieros del mundo; y de qué forma han receptado este derivado en las pocas legislaciones en las que se ha hecho alguna referencia a los CDS.

Tomando como modelo testigo esas experiencias –especialmente, la europea y la norteamericana-, analizamos la situación regulatoria nacional. A partir de ello, llegamos a la conclusión de que dada la situación actual del mercado de capitales local y muy particularmente, la escasa reglamentación existente respecto las operaciones OTC, no resultaba recomendable encuadrar a los CDS como meros derivados financieros. Muy especialmente, en razón de que una recepción en tales términos, permitiría la proliferación de *Naked CDS*; que son –sin lugar a dudas- la variedad más controvertida de todas los contratos de cobertura de riesgo de crédito.

Por lo tanto, nos pronunciamos a favor de una solución alternativa: encuadrar a los CDS como contratos de seguros, y someterlos a los requisitos y controles estrictos que ejerce la Superintendencia de Seguros de la Nación sobre las entidades aseguradoras y los productos que lanzan al mercado. Hicimos hincapié en la exigencia de un interés asegurable cierto y actual sobre la cobertura a contratarse –herramienta que solucionaría el problema de los *naked CDS* sin abdicar de sus ventajas- y despejamos algunas de las principales dudas que podrían darse respecto de nuestra propuesta regulatoria.

Tan sólo resta poner de resalto nuestra esperanza de que este trabajo funcione como disparador para un análisis aún más profundo del mercado OTC y de los CDS en Argentina, a fin de perfeccionar las ideas desplegadas en estas páginas o incluso motivar la discusión respecto a si existen mejores alternativas de recepción. De nuestra parte, sostenemos que la figura del contrato de seguros es la que más estabilidad daría un incipiente mercado nacional de CDS, dadas las condiciones existentes. Pero admitimos, desde ya, que una modificación en los presupuestos analizados, bien puede conducir a una conclusión diferente, o a una idea superadora de esta primigenia postura.