

CAPÍTULO 14

CONTRATOS CELEBRADOS EN BOLSA O MERCADO DE COMERCIO

Art. 1429.— Normas aplicables. Los contratos celebrados en una bolsa o mercado de comercio, de valores o de productos, en tanto éstos sean autorizados y operen bajo contralor estatal, se rigen por las normas dictadas por sus autoridades y aprobadas por el organismo de control. Estas normas pueden prever la liquidación del contrato por diferencia; regular las operaciones y contratos derivados; fijar garantías, márgenes y otras seguridades; establecer la determinación diaria o periódica de las posiciones de las partes y su liquidación ante eventos como el concurso, la quiebra o la muerte de una de ellas, la compensación y el establecimiento de un saldo neto de las operaciones entre las mismas partes y los demás aspectos necesarios para su operatividad.

Por Pablo D. Heredia

I. INTRODUCCIÓN

El art. 1429 es el único del Código dedicado a la contratación bursátil y lo hace refiriéndose dualmente a los contratos “en bolsa” o “mercado de comercio, de valores o de productos”.

Su fuente es el Proyecto de 1998 (art. 1511), el cual fue redactado cuando todavía la legislación especial sobre la materia distinguía, precisamente, las bolsas y los mercados.

Empero, la ley 26.831 unificó las bolsas de comercio con los mercados de valores adheridos⁽¹⁾, por lo que al sancionarse el Código Civil y Comercial de la Nación (ley 26.994), aquella distinción ya no existía y, en consecuencia, la letra del art. 1429 se muestra desactualizada⁽²⁾.

Ahora bien, más allá de lo precedentemente expuesto, de acuerdo con su fuente, el art. 1429 intenta dar “gran apertura” a las “nuevas modalidades de contratación... que son corrientes en los mercados modernos y han sido admitidos por recientes legislaciones” (conf. Fundamentos del Proyecto de 1998, punto 232).

Con ese objetivo y sin que ello reste significancia a modalidades contractuales clásicas, el precepto introduce una serie de conceptos que no son más que un muestrario no taxativo de aspectos que los reglamentos del mercado de capitales pueden abordar con relación a los llamados contratos de bolsa.

En primer lugar, alude el art. 1429 a formas contractuales de liquidación por diferencia. Se presenta ello en los contratos u operaciones a plazo, cuyos variedades y aspectos principales son examinados por esta anotación más adelante. En efecto, la característica fundamental del contrato a término, en sus distintas especies, es que se reduce a ser un contrato sobre las diferencias de valor, lo cual no debe ser confundido con la pretendida categoría del contrato diferencial, muy discutida en cuanto a sus

(1) Camerini, Marcelo A., *Incidencias del Código Civil y Comercial. Contratos bursátiles. Títulos valores*, Hammurabi, Buenos Aires, 2017, p. 74.

(2) Saravia Frías, Bernardo, “Los contratos bursátiles en el Código Civil Comercial”, en <http://www.pensamientocivil.com.ar/system/files/2015/06/Doctrina1306.pdf>.

alcances en el derecho italiano⁽³⁾. En sentido amplio, un contrato por diferencias es un acuerdo entre un “comprador” y un “vendedor”, con arreglo al cual convienen en intercambiar la diferencia entre el precio actual de un activo subyacente (acciones, divisas, materias primas, índices, etcétera), y el precio del mismo cuando el contrato se cierre⁽⁴⁾.

También alude el art. 1429 a las “operaciones y contratos derivados” (en rigor, contratos “de” derivados). Se trata de un conjunto de instrumentos financieros cuya principal característica es que están vinculados con un valor subyacente o de referencia. Pueden definirse como aquellos contratos bilaterales cuyo valor depende o “deriva” del valor de uno o más activos subyacentes (*commodities* o activos financieros) o índices sobre dichos bienes. Su principal característica es que el valor o precio del contrato dependen directamente del valor o precio del activo subyacente, y de esa circunstancia nace su denominación de “derivado”. En otras palabras, son aquellos contratos en los que una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente a cambio de una contraprestación dineraria o de la asunción de otro riesgo de su contraparte⁽⁵⁾. El art. 188.I de la ley 27.440 alude a esta modalidad sosteniendo que los derivados son los “...contratos (i) sujetos a la ley y jurisdicción argentina o extranjera y celebrados bajo acuerdos marcos, individuales y/o bajo los términos y condiciones establecidos por el mercado en el que se concerten; (ii) en los cuales sus términos y condiciones, incluyendo precio, cantidad, garantías y plazo, derivan o dependen de un activo o producto subyacente, los que pueden consistir, a modo enunciativo, en: (a) activos financieros, tasas de interés o índices financieros, (b) valores negociables y/o (c) activos no financieros (incluyendo a modo enunciativo cereales, minerales, alimentos, inmobiliarios); (iii) que se pueden celebrar y/o negociar en mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores o fuera de los mismos; y (iv) que incluyen, a modo enunciativo, los contratos a término, (denominados en idioma inglés ‘forwards’), los contratos de futuros (denominados en idioma inglés ‘futures’), los contratos de opciones (denominados en idioma inglés ‘options’), los contratos de intercambios (denominados en idioma inglés ‘swaps’) y los derivados de crédito (incluyendo los denominados en idioma inglés ‘credit default swaps’), y/o una combinación de todos o alguno de ellos...”. Como se verá más adelante, las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013) reconoce como especies de esta categoría a los futuros y las opciones, pero queda en claro que también la integran los *swaps* y los *forwards*.

Continúa el art. 1429 precisando que los contratos a los que alude pueden “... fijar garantías, márgenes y otras seguridades...”. En el mercado de capitales las operaciones tienen o pueden tener diversas garantías. Ante todo, los mercados y las cámaras compensadoras deben constituir, conforme lo reglamente la Comisión Nacional de

(3) Sobre las relaciones entre el contrato a término y el contrato diferencial, véanse las posiciones contrapuestas de Messineo, Francesco, *Operaciones de bolsa y de banca*, Bosch, Barcelona, 1957, ps. 76 y ss., y Rotondi, Mario, *Contratti differenziali e contratti a termine*, Milano, 1927.

(4) Se trata de negocios que permiten un apalancamiento financiero. En efecto, exigen al inversor que aporte únicamente un pequeño margen (“depósito”) del valor total de la operación, y les permiten aprovecharse de la evolución de los precios al alza (asumiendo “posiciones largas”), o a la baja (asumiendo “posiciones cortas”) de los activos subyacentes. Cuando el contrato se cierra, el inversor cobrará o abonará la diferencia entre el valor de cierre y el de apertura del contrato por diferencias o de los activos subyacentes. Si la diferencia es positiva, el proveedor del contrato por diferencias le pagará al inversor. Si la diferencia es negativa, el inversor deberá pagar al proveedor del contrato por diferencias.

(5) Daga, Gabriel A., *Contratos financieros derivados*, Ábaco, Buenos Aires, 2005, p. 36, nros. 1 y ss.; Carreras, Rocío, “Contratos de derivados”, *Revista Argentina de Derecho Empresario*, nro. 9, año 2011, IJ-VL-156; Codazzi, Santiago, “El derivado OTC ante la insolvencia”, en *elDial.com* —DC16D9—.

Valores, fondos “obligatorios” de garantía destinados a hacer frente a los compromisos no cumplidos por los agentes participantes y originados en operaciones garantizadas (ley 26.831, art. 45). A esta garantía, de carácter general y subsidiaria⁽⁶⁾, se añade la que ofrece el Fondo de Garantía para Reclamos de Clientes, que se constituye con los aportes de todos los agentes que registren operaciones y que es administrado por el mercado de que sean miembros⁽⁷⁾. Por último, aparecen las garantías especiales o margen de garantía, de carácter variable y fijación diaria, que la ofrece el agente por cuenta del cliente (sea comprador o vendedor) o de un tercero, mediante activos que son determinados reglamentariamente, para cubrir el riesgo derivado de las posiciones pendientes de liquidar. Estas últimas garantías son severamente controladas⁽⁸⁾, y en supuestos de incumplimiento el cliente (o tercero) debe entregar al agente la garantía o la reposición por diferencias dentro de los plazos establecidos por los reglamentos de los mercados; en caso contrario, el agente queda autorizado para liquidar la operación (art. 43, ley 26.831)⁽⁹⁾. Cabe observar que las “Normas de la Comisión Nacional de Valores, edición 2013, título VI, capítulo III, secciones III y IV, regulan pormenorizadamente el modo de fijación de márgenes y garantías para las operaciones de contado y a plazo firme, de caución, de opción (directa) y futuros, así como el régimen de reposición y recomposición, y que el art. 188.III de la ley 27.440 definió —refiriéndose a los contratos de derivados y pases— a los “márgenes y garantías” como “...contratos (i) sujetos a la ley y jurisdicción argentina o extranjera y celebrados mediante acuerdos marcos o individuales o según las reglamentaciones de los mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, mediante los cuales las contrapartes o terceros acuerdan la entrega de valores negociables, activos financieros, dinero, moneda que no sea de curso legal en la República Argentina y cualquier otra cosa mueble, con la

(6) Puede organizarse bajo la figura fiduciaria o cualquier otra modalidad que resulte aprobada por la Comisión Nacional de Valores, y responde frente a los compromisos no cumplidos por los Agentes miembros, originados en operaciones garantizadas, con el cincuenta por ciento (50%) como mínimo de las utilidades anuales líquidas y realizadas. La Comisión Nacional de Valores puede establecer un valor máximo cuando el monto total acumulado en el Fondo de Garantía obligatorio alcance razonable magnitud para cumplir con los objetivos fijados por la ley 26.831. En caso de que los mercados utilicen los servicios de una cámara compensadora registrada ante la Comisión, que actúe como contraparte central de las operaciones garantizadas registradas, esta también deberá constituir el Fondo de Garantía impuesto a los mercados, conforme lo dispuesto por el dec. 1023/2013 (conf. Normas de la Comisión Nacional de Valores, edición 2013, título VI, capítulo I, sección IV).

(7) Se trata de los agentes de negociación y de los agentes de liquidación y compensación, cuyas funciones y responsabilidades se examinan más adelante. La realización de aportes al Fondo de Garantía para Reclamos de Clientes es requisito para la actuación de tales agentes (conf. Normas de la Comisión Nacional de Valores, edición 2013, título VII, capítulo III, sección I).

(8) Los mercados y las cámaras compensadoras, salvo disposición expresa, fijan los aforos, los márgenes y otras garantías, la forma de su integración, de su reposición y de su recomposición, y los procedimientos para la liquidación o cancelación en caso de incumplimientos, presentando las reglamentaciones correspondientes a la Comisión Nacional de Valores, para su previa aprobación. En todos los casos, los activos que constituyan los márgenes y garantías deben ser valuados a valor de realización o de mercado en forma diaria e intradiaria en caso de corresponder. Los márgenes y garantías, sus niveles de recomposición y de reposición y los aforos exigidos según los tipos de operaciones, se determinan de conformidad con metodologías que permitan proteger al mercado o a la cámaras compensadoras ante fluctuaciones de precio adversas, hasta tanto pueda el Mercado o la Cámara proceder al cierre de las posiciones incumplidoras o a la liquidación de las operaciones pendientes incumplidoras, como por ejemplo la metodología de “valor a riesgo” (conf. Normas de la Comisión Nacional de Valores, edición 2013, título VI, capítulo III, secciones III, art. 1°).

(9) Racciatti, Hernán (h) - Salvatierra, Leandro, “Los márgenes de garantía en los mercados de futuros y opciones”, ponencia en el VII Congreso Argentino de Derecho Societario - III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Buenos Aires, 1998.

finalidad de asegurar el cumplimiento de cualquier clase de obligaciones de pago y entrega bajo los Derivados y Pases...”.

Culmina el art. 1429 con una larga oración cuyos conceptos son equívocos y, por ello, han sido objeto de censura⁽¹⁰⁾, pero que, no obstante, brindan ocasión para las siguientes consideraciones relacionadas:

1) Refiere el art. 1429 que la reglamentación bursátil puede “...establecer la determinación diaria o periódica de las posiciones de las partes...”.

La liquidación diaria (o periódica) de las pérdidas y las ganancias es un procedimiento por el que todos los días y al finalizar cada sesión de negociación, la cámara de compensación procede a cargar o abonar las pérdidas y ganancias realizadas durante el día, por los contratos de opciones o de futuros abiertos. Esta operación recibe el nombre de “ajuste de mercado” (*mark to market*). De esta manera, se reduce el riesgo de contrapartida para evitarse esperar al vencimiento para recoger de una vez la pérdida o ganancia total⁽¹¹⁾.

2) Si bien el art. 1429 habilita a la autoridad de control para fijar reglas atinentes a la liquidación contractual “...ante eventos como el concurso, la quiebra o la muerte de una de...” las partes, lo cierto es que semejante delegación, al menos en lo que concierne a los citados procesos de insolvencia, no se concilia con el hecho de que se trata de materia que únicamente puede ser abordada por una ley especial (art. 75, inc. 12, CN).

De cualquier manera, ese abordaje legislativo en materia concursal lo dio la ley 27.440, bien que limitadamente a los contratos de derivados y pases. El tema será examinado en el punto VIII de esta anotación.

3) Alude el art. 1429 a la reglamentación relacionada con “...la compensación y el establecimiento de un saldo neto de las operaciones entre las mismas partes...”.

Ello se vincula a la actuación de las cámaras compensadoras. En el mercado de capitales las cámaras compensadoras son sociedades anónimas autorizadas e inscriptas ante la Comisión Nacional de Valores para desarrollar las actividades de liquidación, compensación y garantía de las operaciones registradas sobre valores negociables; además, cumplen las funciones de contraparte central en caso de operaciones garantizadas (art. 35, inc. a), ley 26.831, y art. 35, dec. 1023/2013). Así pues, una cámara compensadora ofrece un mecanismo único de compensación y liquidación centralizada, con neteo de las operaciones por cada agente miembro para un vencimiento determinado (minimizando movimientos de títulos valores y fondos) y consolidación (transferencia simultánea de valores y contravalores), perfeccionando así las transacciones en tiempo y forma⁽¹²⁾.

El art. 1429, bien se ve, no ofrece sino un marco puramente genérico en materia de contratos bursátiles. Ello es confirmado por sus palabras finales. Es menester, pues, ofrecer otros señalamientos sobre la materia. Las páginas siguientes tienen ese propósito, aunque de manera modesta y esquemática, pues un examen completo del derecho del mercado de capitales excedería notoriamente los límites de esta obra.

II. EL RÉGIMEN BURSÁTIL ARGENTINO

El sistema legal bursátil cumple un propósito que no es solo regular relaciones entre particulares, sino eminentemente público, vinculado a la canalización del ahorro

(10) Saravia Frías, Bernardo, ob. cit., loc. cit.

(11) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 77, nro. 11.a.

(12) Camerini, Marcelo A., ob. cit., p. 238

hacia fines productivos, estando implicados poderes estatales ligados a la reglamentación del comercio y a la provisión de lo conducente a la prosperidad del país, de acuerdo con el art. 75, inc. 18, de la Constitución Nacional⁽¹³⁾.

Su base reglamentaria se encuentra en la ley 26.831 sobre "Mercado de Capitales", que no instituye un sistema autorregulado como lo era el de su antecesora la ley 17.811, sino que es un sistema regulado y controlado por la Comisión Nacional de Valores como entidad autárquica del Estado nacional (art. 6°), cuyas funciones son establecidas por dicha ley⁽¹⁴⁾.

(13) CS, Fallos 303:1812.

(14) De acuerdo con el art. 19 de la ley 26.831, son funciones de la Comisión Nacional de Valores: a) En forma directa e inmediata, supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas humanas y/o jurídicas que, por cualquier causa, motivo o circunstancia, desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables, otros instrumentos, operaciones y actividades contempladas en la propia ley 26.831; b) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones; c) Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, y establecer las normas a las que deban ajustarse los mismos y quienes actúen por cuenta de ellos; d) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar de los mercados, cámaras compensadoras, los agentes registrados y las demás personas humanas o jurídicas que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales, y a criterio de la Comisión Nacional de Valores queden comprendidas bajo su competencia; e) Aprobar los estatutos, reglamentos y toda otra normativa de carácter general dictada por los mercados y cámaras compensadoras y revisar sus decisiones, de oficio o a petición de parte, en cuanto se tratare de medidas vinculadas a la actividad regulada que prestan o que pudieren afectar su prestación; f) Cumplir las funciones delegadas por la ley 22.169 y sus modificaciones respecto de las personas jurídicas alcanzadas por dicha ley en materia de control societario; g) Dictar las reglamentaciones que deberán cumplir las personas humanas y/o jurídicas y las entidades autorizadas, desde su inscripción y hasta la baja del registro respectivo; h) Dictar las reglamentaciones que se deberán cumplir para la autorización de los valores negociables, instrumentos y operaciones del mercado de capitales, y hasta su baja del registro, contando con facultades para establecer las disposiciones que fueren necesarias para complementar las que surgen de las diferentes leyes y decretos aplicables a estos, así como resolver casos no previstos e interpretar las normas allí incluidas dentro del contexto económico imperante, para el desarrollo del mercado de capitales; i) Declarar irregulares e ineficaces, a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización cuando sean contrarios a la ley 26.831, a las demás leyes aplicables, a las reglamentaciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, a los estatutos, a las disposiciones dictadas por entidades y aprobadas por el organismo; j) Promover la defensa de los intereses de los inversores; k) Establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas humanas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor; l) Determinar los requisitos mínimos a los que deberán ajustarse quienes presten servicios de auditoría a las personas sujetas a su supervisión; m) Propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales creando o, en su caso, propiciando la creación de productos que se consideren necesarios a ese fin; n) Organizar y administrar archivos y antecedentes relativos a la actividad de la propia Comisión Nacional de Valores o datos obtenidos en el ejercicio de sus funciones para la recuperación de la información relativa a su misión; o) Fijar los requerimientos patrimoniales que deberán acreditar las personas humanas y jurídicas sometidas a su fiscalización; p) Dictar normas complementarias en materia de prevención de lavado de dinero y de la financiación del terrorismo; q) Regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas en la 26.831; r) Establecer regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados; s) Determinar las condiciones bajo las cuales los agentes registrados, que revisten el carácter de personas jurídicas, podrán estar habilitados para llevar a cabo más de una actividad bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores; t) Fiscalizar el cumplimiento objetivo y subjetivo de las normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la ley 26.831; u) Ejercer todas las demás funciones que le otorguen las leyes, decretos y los reglamentos aplicables; v) Fijar los requisitos de idoneidad, integridad moral, probidad y solvencia que deberán cumplir quienes aspiren a obtener autorización de la Comisión Nacional de Valores para actuar como mercados, cámaras compensadoras y agentes registrados así como los integrantes de sus órganos de administra-

Por otra parte, la ley 26.831 abandonó el régimen de la ley 17.811 de formato de bolsas de comercios con mercado de valores adheridos, debiendo tales entidades ser autorizadas por la Comisión Nacional de Valores y no dependiendo la facultad para actuar en la intermediación bursátil de la calidad de accionista de un mercado de valores tal como lo exigía dicha ley 17.811 (art. 41, inc. b))⁽¹⁵⁾.

En efecto, de acuerdo con la ley 26.831 las denominaciones “bolsa de valores”, “mercado de valores”, “bolsa de futuros”, “bolsa de opciones”, “mercado de futuros”, “mercado de opciones” u otras similares solo pueden ser autorizadas por la Comisión Nacional de Valores (art. 28) y es esta última entidad autárquica la encargada de reglamentar los requisitos que los mercados y las cámaras compensadoras deben cumplir a los efectos de su autorización para funcionar y de su inscripción en el registro correspondiente (art. 29).

El mercado de capitales es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, solo a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores⁽¹⁶⁾.

Los mercados deben ser sociedades anónimas comprendidas en el régimen de oferta pública de acciones (art. 31) y contemplar las siguientes funciones principales, de acuerdo con las características propias de su actividad específica y aquellas otras que determine la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores: a) Dictar las reglamentaciones a los efectos de habilitar la actuación en su ámbito de agentes autorizados por la Comisión Nacional de Valores, no pudiendo exigir a estos fines la acreditación de la calidad de accionista del mercado, permitiendo un acceso abierto y equitativo a todos los participantes; b) Autorizar, suspender y cancelar el listado y negociación de valores negociables en la forma que dispongan sus reglamentos; c) Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de los precios así como de las negociaciones; d) Dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la realidad de las operaciones que efectúen sus agentes; e) Emitir reglamentaciones conteniendo medidas de buen orden para garantizar el normal funcionamiento de la negociación y cumplimiento de las obligaciones y cargas asumidas por los agentes registrados las que deberán ser sometidas a la previa consideración de la Comisión Nacional de Valores a los efectos de su aprobación; f) Constituir tribunales arbitrales; g) Emitir boletines informativos; h) Administrar sistemas de negociación de los valores negociables que se operen en ellos; i) Registrar contratos de derivados celebrados fuera de los mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores; j) Administrar por sí o por terceros sistemas de liquidación y compensación de operaciones en función de los distintos segmentos de negociación habilitados por la Comisión Nacional de Valores, y k) Ejercer funciones de supervisión, inspección y fiscalización de los agentes participantes y de las operaciones que se realicen en el ámbito de los mismos (art. 32, ley 26.831).

ción y fiscalización; w) Crear nuevas categorías de agentes registrados y modificar las existentes, así como también eliminar las que sean creadas por su propia normativa; x) Fijar los aranceles máximos que podrán percibir los mercados, cámaras compensadoras, entidades de registro de operaciones de derivados y agentes registrados; y) Dictar normas tendientes a promover la transparencia e integridad de los mercados de capitales y a evitar situaciones de conflictos de intereses en los mismos; y z) Evaluar y dictar regulaciones tendientes a mitigar situaciones de riesgo sistémico.

(15) Camerini, Marcelo A., ob. cit., p. 58.

(16) CNCom., sala A, 5/11/2013, “Admiral Markets Argentina SA s/solicitud autorización oferta publica s/organismos externos (Comisión Nacional de Valores)”.

III. BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS (BYMA)

Con el objetivo de encausar las necesidades del mercado de capitales previsto en la ley 26.831, el Mercado de Valores de Buenos Aires SA implementó una reorganización en los términos del art. 77 de la Ley de Impuestos a las Ganancias, procediendo a la escisión parcial de su patrimonio para constituir una nueva entidad: Bolsas y Mercados Argentinos SA "BYMA", resultando esta la continuadora de la actividad del Mercado de Valores de Buenos Aires SA, con la particularidad que en la constitución de la nueva entidad se ha incorporado la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como accionista.

De acuerdo con su estatuto, BYMA tiene por objeto, por sí o asociada a otros mercados cuando ello esté habilitado por la normativa aplicable y en concordancia con las disposiciones de la ley 26.831, el dec. 1023/2013 y a las Normas de Comisión Nacional de Valores, organizar las operaciones con valores negociables y, en tal sentido, podrá:

- a) Llevar a cabo la organización, el desarrollo y el mantenimiento de mercados libres y abiertos para la negociación de todo tipo de valores negociables, títulos o contratos que tengan como referencia o están respaldados por títulos de contado o índices futuros, indicadores, tasas, mercancías, divisas, energías, transporte, materias primas y otros bienes o derechos que directa o indirectamente estén relacionados con ellas, en términos de dinero en efectivo o liquidación futura en forma física;
- b) Autorizar, suspender y cancelar el listado y la negociación de valores negociables en la forma en que lo disponga el Reglamento de Listado pudiendo contratar y delegar la actividad prevista en este inciso en entidades calificadas conforme el art. 32, *in fine*, de la ley 26.831;
- c) Dictar el Reglamento de Listado, cuya función es exclusiva de BYMA, no pudiendo delegar la misma en terceros;
- d) Efectuar la precalificación de autorización de oferta pública de valores negociables al inicio de trámite, en el caso de que la Comisión Nacional de Valores así lo disponga;
- e) Dictar las reglamentaciones a los efectos de habilitar la actuación en su ámbito de agentes registrados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, no pudiendo exigir a estos fines la acreditación de la calidad de accionista de BYMA;
- f) Determinar y reglamentar las operaciones que realicen los agentes, dictar las normas para el ejercicio de sus funciones de acuerdo con la legislación vigente así como fiscalizar su cumplimiento;
- g) Registrar todas las operaciones y la liquidación de las concertadas por los agentes habilitados a tal fin;
- h) Dictar normas reglamentarias necesarias para que las operaciones concertadas sean reales, se registren en los libros que deben llevar y aseguren la veracidad de los precios y negociaciones;
- i) Dictar las normas que establezcan en qué casos y bajo qué condiciones garantizará el cumplimiento de las operaciones que se realicen y registren y, si no las garantiza, expedir el certificado —título ejecutivo— a favor del agente perjudicado por el incumplimiento de la contraparte, que lo solicite. Todas las operaciones que se concierten en BYMA, las garantice o no, se liquidarán obligatoriamente con su intervención;
- j) Actuar como cámara compensadora, liquidadora y contraparte central en la compensación y liquidación de operaciones, monitorear y garantizar, según corresponda, las transacciones que se realicen a través de los sistemas de negociación que establezca;
- k) A los fines del funcionamiento de la cámara compensadora, liquidadora y contraparte central en la liquidación de operaciones, BYMA establecerá los requisitos que deberán reunir los agentes de liquidación y compensación registrados en la Comisión Nacional de Valores, para actuar dentro de su sistema de compensación y liquidación.
- l) Establecer la garantía operativa que deberán constituir los agentes que se inscriban en este mercado;
- m) Fijar los márgenes de garantía que exijan a los agentes para cada tipo de operación que garantizen, sus reposiciones y establecer, además, la forma de constitución, plazos de entrega y demás modalidades relacionadas con ellos;
- n) Establecer medios y sistemas de negociación, compensación y liquidación;
- o) Emitir

boletines y otros productos informativos y dar publicidad acerca de las condiciones de operatoria, las operaciones registradas e información acerca de las entidades y de los valores listados, cuya propiedad corresponde a esta entidad. Sin perjuicio de lo expuesto podrá contratar y delegar esta actividad en entidades calificadas conforme al art. 32, *in fine*, de la ley 26.831; p) Constituir tribunales arbitrales conforme al art. 46 de la ley 26.831; q) Disponer los recaudos que deben cumplir los agentes cuando no garantice el cumplimiento de las operaciones que ellos concierten; r) Administrar y mantener sistemas para el comercio, la subasta y operaciones especiales de valores negociables, materias y mercaderías, derivados, derechos y títulos en mercados organizados o el intercambio en el mercado sobre el mostrador o mercados abiertos; las cuales serán liquidadas obligatoriamente por BYMA; s) Liquidar las operaciones pendientes de los agentes declarados en concurso preventivo o quiebra; t) Establecer los derechos que BYMA percibirá por su intervención en las distintas clases de operaciones sujetos a los límites que establezca la Comisión Nacional de Valores; liquidación, administración de garantías, el acceso al mercado y la admisión y mantenimiento de membresías; así como por otros servicios relacionados con la operatoria de valores negociables; la admisión y mantenimiento de los valores listados y admitidos a negociación; u) Realizar por cuenta propia o de terceros o asociada a terceros, operaciones financieras que tengan por finalidad la expansión, consolidación o mejoramiento de la actividad que desarrolla, y v) Propiciar y peticionar medidas destinadas al cumplimiento de las funciones que le asigne la legislación en vigor y el presente Estatuto, en especial las relacionadas con su objeto social. La enunciación precedente no es taxativa y BYMA podrá realizar cuantos actos vinculados con su condición de mercado en los términos de la normativa aplicable (art. 3º).

Para el cumplimiento de su objeto, BYMA puede realizar cualquier acto jurídico con valores negociables, certificados, activos escriturales o contratos sobre ellos; adquirir bienes muebles o inmuebles por compraventa o por cualquier otro título, enajenarlos, permutarlos y constituir derechos sobre ellos; celebrar contratos como locador o locatario; convenir contratos de construcción de obras; tomar o dar dinero en préstamo; librar, aceptar y endosar letras de cambio, pagarés, cheques y otros papeles de comercio; acordar préstamos sin garantía o con garantía hipotecaria, prendaria, fianza u otras; emitir debentures, obligaciones negociables o cualquier tipo de valores mobiliarios, certificados o activos escriturales de crédito, participación o representativos de bienes; celebrar convenios para la colocación de emisiones de toda clase de valores con listado autorizado, y actuar como agente pagador de servicios de emisiones. En general, podrá realizar todo acto o contrato permitido a las personas jurídicas privadas y compatibles con su objeto social (art. 4º).

Las relaciones de derecho derivadas de las operaciones que se concierten en el mercado se establecen entre BYMA y los agentes habilitados por la Comisión Nacional de Valores e inscriptos en esta entidad, con exclusión de terceros. En los casos en que BYMA garantice el cumplimiento de las operaciones, lo hace exclusivamente respecto de los agentes inscriptos en sus registros (art. 6º).

Son agentes miembros de BYMA los "agentes de negociación", los "agentes de liquidación y compensación" y los "agentes de corretaje".

Las funciones y obligaciones de tales agentes son reguladas por la ley 26.831 y por las "Normas de la Comisión Nacional de Valores".

IV. AGENTES REGISTRADOS

Los agentes registrados son los sujetos autorizados y registrados por la Comisión Nacional de Valores para participar o actuar en la intermediación bursátil.

De acuerdo con la ley 26.831, deben cumplir con las formalidades y requisitos que para cada categoría establezca la Comisión Nacional de Valores por vía reglamentaria (art. 47) y abstenerse de funcionar como tales, cuando incurran en cualquier incumplimiento de los requisitos, condiciones y obligaciones dispuestas por el organismo, sin necesidad de intimación previa (art. 51), así como guardar secreto de las operaciones que realicen por cuenta de terceros y de sus nombres (art. 53). La firma de un agente registrado da autenticidad a todos los documentos en que haya intervenido (art. 54) y, según corresponda en virtud de las actividades que realice, será responsable ante el mercado por cualquier suma que dicha entidad hubiese abonado por su cuenta (art. 55). Asimismo, los agentes registrados están sometidos a la competencia disciplinaria exclusiva de la Comisión Nacional de Valores (art. 56).

Como se aprecia, la ley 26.831 delegó en la Comisión Nacional de Valores la categorización de los agentes registrados (cit. art. 47), aunque una de ellas —los agentes de calificación de riesgo— ya son mencionados por la propia ley (arts. 57 y 58).

En ejercicio de tal delegación dicha entidad autárquica dictó las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013) que distinguió tres grandes grupos, cada uno de los cuales aprehende diversos agentes registrados:

1) Primer grupo: “Agentes de Negociación”, “Agentes de Liquidación y Compensación”, “Agentes Productores”, “Agentes Asesores del Mercado de Capitales”, “Agentes de Corretaje” y “Agentes Asesores Globales de Inversión” (capítulo VII)

2) Segundo grupo: “Agentes de Depósito Colectivo” y “Agentes de Custodia, Registro y Pago” (capítulo VIII).

3) Tercer grupo: “Agentes de Calificación de Riesgos Sociedades Anónimas y otras organizaciones” y “Agentes de Calificación de Riesgos Universidades Públicas” (capítulo IX).

Los aspectos vinculados a los agentes de depósitos colectivos o de custodia, registro y pago, han sido considerados someramente en la anotación a los arts. 1418 a 1420 a la que corresponde reenviar.

De su lado, el régimen de los agentes de calificación de riesgos tiene particularidades propias que exceden la presente anotación orientada específicamente a la contratación bursátil, por lo cual no serán considerados. Cabe anotar, no obstante, que su importancia y responsabilidad ha sido ponderada por la jurisprudencia⁽¹⁷⁾.

En lo referente a la contratación bursátil interesan, en cambio, de modo especial los “agentes de negociación”, los “agentes de liquidación y compensación” y los “agentes de corretaje”.

En cambio, cumplen funciones preparatorias y accesorias de la contratación bursátil los “agentes productores”, los “agentes asesores del mercado de capitales” y los “agentes asesores globales de inversión”.

(17) La relevancia que las sociedades calificadoras de riesgo tienen en el funcionamiento de los mercados, implica un mayor deber de previsión respecto de las decisiones que adoptan y, a su vez, las obliga a adoptar todas las medidas internas exigibles a un buen profesional de la actividad, al control de sus resultados a fin de evitar errores cuya repercusión pueda afectar a terceros y a respetar todos los procedimientos de auditoría conforme con las prácticas internacionales, pues el impacto que tienen los informes de las calificadoras de riesgo es consistente con la exigencia de una conducta ajustada a los más estrictos criterios de buena fe y transparencia (CS, 15/4/2014, “Comisión Nacional de Valores c. Standard & Poor’s Ratings Llc. Suc. Argentina s/organismos externos”, Fallos 337:448).

4.1. AGENTES DE NEGOCIACIÓN

Son los autorizados para actuar como intermediarios en los mercados.

En el ejercicio de sus actividades, solo pueden actuar en la colocación primaria y en la negociación secundaria a través de los Sistemas Informáticos de Negociación de los Mercados, ingresando ofertas en la colocación primaria o registrando operaciones en la negociación secundaria, tanto para cartera propia como para terceros clientes de acuerdo con las instrucciones precisas impartidas por estos.

Las obligaciones de los agentes de negociación son las siguientes: a) Actuar con honestidad, imparcialidad, profesionalidad, diligencia y lealtad en el mejor interés de los clientes. b) Tener un conocimiento de los clientes que les permita evaluar su experiencia y objetivos de inversión, y adecuar sus servicios a tales fines, arbitrando los medios y procedimientos necesarios a estos efectos. c) Ejecutar con celeridad las órdenes recibidas, en los términos en que ellas fueron impartidas. d) Otorgar absoluta prioridad al interés de sus clientes en la compra y venta de valores negociables. e) Evitar toda práctica que pueda inducir a engaño o de alguna forma viciar el consentimiento de sus contrapartes u otros participantes en el mercado. f) Abstenerse de multiplicar transacciones en forma innecesaria y sin beneficio para sus clientes, o de incurrir en conflicto de intereses. g) En caso de existir conflicto de intereses entre distintos clientes, deberán evitar privilegiar a cualquiera de ellos en particular. h) Abstenerse de anteponer la compra o venta de valores negociables para su cartera propia, cuando tengan pendientes de concertación órdenes de clientes, de la misma naturaleza, tipo, condiciones y especies. i) Deberán conocer el perfil de riesgo o tolerancia al riesgo de sus clientes, el que contendrá los siguientes aspectos: la experiencia del cliente en inversiones dentro del mercado de capitales, el grado de conocimiento del cliente de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales y del instrumento concreto ofrecido o solicitado, el objetivo de su inversión, la situación financiera del inversor, el horizonte de inversión previsto, el porcentaje de sus ahorros destinado a estas inversiones, el nivel de sus ahorros que el cliente está dispuesto a arriesgar, y toda otra circunstancia relevante a efectos de evaluar si la inversión a efectuar es adecuada para el cliente. j) Tener a disposición de sus clientes toda información que, siendo de su conocimiento y no encontrándose amparada por el deber de reserva, pudiera tener influencia directa y objetiva en la toma de decisiones.

Asimismo, los agentes de negociación deben implementar un régimen informativo a sus clientes que ha de contemplar como mínimo una periodicidad diaria, semanal y mensual, detalle de los datos que serán informados a los clientes de manera completa, inmediata y segura.

En fin, los agentes de negociación (e igualmente los agentes de liquidación y compensación a los que se hará referencia más adelante) tienen que llevar un sistema contable compuesto, entre otros, por el Libro de Registros de Operaciones con Clientes que deben estar rubricados y foliados y ser llevados estrictamente al día, de modo que antes del inicio de las operaciones de cada día, se encuentren registrados todos los movimientos hasta el día hábil inmediato anterior. En tal libro, concretamente, se deben registrar diariamente el detalle de las operaciones por fecha de concertación indicando: número de boleto, fecha de concertación y liquidación, cliente, tipo de operación, especie, cantidad, precio, valor efectivo, contraparte, aranceles, derechos y comisiones. De tal suerte, es claro que los saldos líquidos de los clientes quedan disponibles "...al final de cada día..." y salvo orden de nueva inversión del cliente, quedan en ese momento "...en todos los casos la renta percibida a favor del cliente..." (art. 47, párr. 2°, dec. 1023/2013).

El incumplimiento a estas obligaciones genera la correspondiente responsabilidad frente al inversor⁽¹⁸⁾.

4.2. AGENTES DE LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN

Son los que intervienen en la liquidación y compensación de las operaciones concertadas en los Sistemas Informáticos de Negociación de los Mercados.

En el ejercicio de sus actividades estos agentes pueden actuar en la colocación primaria y en la negociación secundaria a través de los Sistemas Informáticos de Negociación de los Mercados, ingresando ofertas en la colocación primaria o registrando operaciones en la negociación secundaria, tanto para cartera propia como para terceros clientes de acuerdo con las instrucciones precisas impartidas por estos.

Son obligaciones de los agentes de liquidación y compensación: a) Actuar con honestidad, imparcialidad, profesionalidad, diligencia y lealtad en el mejor interés de los clientes. b) Tener un conocimiento de los clientes que les permita evaluar su experiencia y objetivos de inversión, y adecuar sus servicios a tales fines, arbitrando los medios y procedimientos necesarios a estos efectos. c) Ejecutar con celeridad las órdenes recibidas, en los términos en que cada una de ellas fueron impartidas d) Otorgar absoluta prioridad al interés de sus clientes en la compra y venta de valores negociables. e) Deberán conocer el perfil de riesgo o tolerancia al riesgo de sus clientes, el que contendrá los siguientes aspectos: la experiencia del cliente en inversiones dentro del mercado de capitales, el grado de conocimiento del cliente de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales y del instrumento concreto ofrecido o solicitado, el objetivo de su inversión, la situación financiera del inversor, el horizonte de inversión previsto, el porcentaje de sus ahorros destinado a estas inversiones, el nivel de sus ahorros que el cliente está dispuesto a arriesgar, y toda otra circunstancia relevante a efectos de evaluar si la inversión a efectuar es adecuada para el cliente; f) Abstenerse de multiplicar transacciones en forma innecesaria y sin beneficio para sus clientes, o de incurrir en conflicto de intereses. En caso de existir conflicto de intereses entre distintos clientes, deberán evitar privilegiar a cualquiera de ellos en particular. g) Tener a disposición de sus clientes toda información que, siendo de su conocimiento y no encontrándose amparada por el deber de reserva, pudiera tener influencia directa y objetiva en la toma de decisiones. h) Evitar toda práctica que pueda inducir a engaño o de alguna forma viciar el consentimiento de sus contrapartes u otros participantes en el mercado.

4.3. AGENTES DE CORRETAJE

Los agentes de corretaje de valores negociables ponen en relación a dos partes, a través de la divulgación de ofertas de precios y volúmenes referidos a valores negociables u otros instrumentos, en un ámbito electrónico o híbrido u otro tipo de medio de comunicación autorizado, para la conclusión de negocios sobre los mismos, sin estar ligadas a ninguna de ellas por relaciones de colaboración, subordinación o representación.

En su actuación deben observar las siguientes pautas mínimas: a) Actuar con honestidad, imparcialidad, profesionalidad, diligencia y lealtad en el mejor interés de sus clientes. b) Evitar e informar situaciones que pudieren ocasionar un eventual conflicto de intereses. c) Implementar un adecuado sistema de control interno. Al efecto,

(18) CNCom., sala D, 3/9/2019, "Ángel Nora Lía c. Banco Industrial SA y otro s/ordinario".

se entiende por sistema de control interno al conjunto de objetivos, políticas, planes, métodos, procedimientos, información, registros y otras medidas que establezcan con el propósito de: c.1) Adoptar, aplicar y mantener procedimientos y políticas de riesgo que permitan determinar los riesgos derivados de las actividades, procesos y sistemas, y en su caso, establecer el riesgo tolerado por sus participantes, así como adoptar acciones eficaces para gestionar los riesgos. c.2) Delimitar las diferentes funciones y responsabilidades entre sus órganos sociales, unidades administrativas y personal, a fin de obtener eficiencia y eficacia en la realización de sus actividades. c.3) Contar con información financiera económica, contable, jurídica o legal y administrativa, que sea completa, correcta, precisa, íntegra, confiable y oportuna. c.4) Observar permanentemente la normativa aplicable a sus actividades, siendo responsables por la prestación y funcionalidad de su sistema.

A la actividad de los agentes de corretaje se les aplica subsidiariamente las normas de los arts. 1345 a 1355, Cód. Civ. y Com.

4.4. AGENTES PRODUCTORES

Los agentes productores desarrollan actividades de difusión y promoción de valores negociables. En tal marco, pueden: a) Captar clientes para su posterior alta por parte de un agente de negociación o un agente de liquidación y compensación con los que haya suscripto contrato. b) Proveer al cliente de la documentación utilizada por tales agentes para su registro como cliente.

Están sujetos a las siguientes normas de conducta: a) Actuar con honestidad, imparcialidad, profesionalidad, diligencia y lealtad en el mejor interés de los clientes. b) Evitar toda práctica que pueda inducir a engaño o de alguna forma viciar el consentimiento de los clientes u otros participantes en el mercado. c) Abstenerse de incurrir en conflicto de intereses con los clientes y con los agentes indicados con los que hubiere celebrado contrato.

4.5. AGENTES ASESORES DEL MERCADO DE CAPITALES

Se considerará "agente asesor del mercado de capitales" a toda persona física o jurídica que desarrolle la actividad de prestación de cualquier tipo de asesoramiento en el ámbito del mercado de capitales que implique contacto con el público en general.

Estos agentes no pueden: a) Recibir o custodiar fondos de terceros clientes. b) Recibir o custodiar valores negociables de terceros clientes. c) Delegar en terceros, total o parcialmente la ejecución de los servicios que constituyan el objeto de su actuación. d) Captar clientes para su posterior alta por parte de un agente de negociación o agente de liquidación y compensación. f) Proveer al cliente de la documentación utilizada por un agente de negociación o agente de liquidación y compensación para su registro como cliente. g) Gestionar órdenes de clientes. h) Administrar carteras de clientes.

Eventualmente, el inversionista tiene a su alcance acciones de responsabilidad civil por resarcimiento de daños en caso de mal asesoramiento⁽¹⁹⁾.

(19) Lanús Ocampo, Cecilia, "Responsabilidad del agente intermediario por mal asesoramiento al inversor en el Mercado de Capitales", en la obra *Mercado de capitales. Aspectos jurídicos y contables*. 1º Congreso Argentino, UCEMA, Buenos Aires, 2008, ps. 455 y ss.

4.6. AGENTES ASESORES GLOBALES DE INVERSIÓN

Pueden actuar como agentes asesores globales de inversión, previa inscripción en el registro correspondiente, las sociedades anónimas constituidas en el país cuyo objeto social exclusivo consista en proporcionar de manera habitual y profesional servicios de: i) asesoramiento respecto de inversiones en el mercado de capitales, ii) gestión de órdenes de operaciones y iii) administración de carteras de inversión, contando para ello con mandato expreso; a nombre y en interés de sus clientes, ya sea por medio de un agente de liquidación y compensación o por medio de intermediarios radicados en el exterior —siempre que se encuentren regulados por Comisiones de Valores u organismos de control y pertenezcan a países incluidos dentro del listado de países cooperadores en el art. 2º del inc. b) del dec. 589/2013, previa suscripción de los convenios respectivos—.

En su actuación estos agentes deben: a) Actuar con honestidad, imparcialidad, profesionalidad, diligencia y lealtad en el mejor interés de los clientes. b) Brindar la información adecuada en un lenguaje apropiado, a los fines de garantizar la comprensión por parte de sus clientes de los riesgos que involucra la suscripción, negociación con cada tipo de valor que se ofrece o la estrategia de inversiones propuesta, según corresponda. c) Conocer el perfil de riesgo o tolerancia al riesgo del cliente, el que deberá contener como mínimo los siguientes aspectos: i) la experiencia del cliente en inversiones dentro del mercado de capitales, ii) el grado de conocimiento del cliente de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales y del instrumento concreto ofrecido o solicitado, iii) el objetivo de inversión del cliente, iv) la situación financiera del cliente, v) el horizonte de inversión previsto por el cliente, vi) el porcentaje de ahorros del cliente destinado a estas inversiones, vii) el nivel de ahorros que el cliente está dispuesto a arriesgar y viii) toda otra circunstancia relevante en orden a evaluar si la inversión a efectuar es adecuada para el cliente. d) En el marco del asesoramiento y administración, el agente debe asegurarse que el consejo o sugerencia personalizada sea razonable para su cliente, verificando la congruencia entre su perfil y la del producto o instrumento financiero recomendado. e) En la administración de carteras de clientes debe otorgar absoluta prioridad al interés de sus clientes en la compra y venta de valores negociables y otras operaciones de mercado de capitales, respecto del interés propio. f) Evitar toda práctica que pueda inducir a engaño o de alguna forma viciar el consentimiento de los clientes u otros participantes en el mercado. g) Abstenerse de incurrir en conflicto de intereses con los clientes, y con el agente de liquidación y compensación o los intermediarios radicados en el exterior con los que haya firmado convenio, debiendo evitar en todo momento privilegiar su cartera en detrimento del interés de sus clientes. h) Abstenerse de ofrecer ventajas, incentivos, compensaciones o indemnizaciones de cualquier tipo a un cliente, en perjuicio de otro cliente o de la transparencia del mercado de valores. i) Tener a disposición de sus clientes toda información que, siendo de su conocimiento y no encontrándose amparada por el deber de reserva, pudiera tener influencia directa y objetiva en la toma de decisiones. j) Evitar la polifuncionalidad del personal de la empresa en áreas que puedan ocasionar conflicto de interés. k) Requerir manifestación expresa del cliente ante la insistencia por parte de este en adquirir un instrumento financiero no acorde a su perfil de riesgo y cuando este no revista el carácter de inversor calificado y pretenda realizar operaciones en el exterior. En todos los casos se debe advertir de los riesgos que dichas operaciones conllevan⁽²⁰⁾.

(20) Sobre el tema: Paolantonio, Martín E., “El agente asesor global de inversión”, LL 2017-F-578.

V. PRINCIPIOS GENERALES DEL DERECHO DEL MERCADO DE CAPITALES

Son principios del mercado de capitales resultantes de la ley 26.831 los de “protección del inversor”, “equidad” (o igualdad), “eficiencia”, “transparencia”, y “reducción del riesgo sistémico” (arts. 1° y 39).

Otros principios aceptados en la materia son: información, profesionalidad, imperatividad y adaptación reglamentaria⁽²¹⁾.

En general, el primer principio indicado se vincula a la protección del inversor, cualquiera que sea (estable, especulativo, institucional o particular)⁽²²⁾, y a la prevención de abusos contra los inversores en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor (art. 1°, inc. b), ley 26.831). Asimismo, el principio incluye aplicaciones tales como el de protección de los intereses de los accionistas minoritarios y de los tenedores de títulos de deuda (art. 20) y la protección al público inversor en el régimen de oferta pública de adquisición de acciones (art. 86). Puede decirse que la protección del inversor se relaciona con la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de los títulos valores⁽²³⁾, y que impidan posibles actos desleales de los intermediarios. En ese orden de ideas: I) la ley 26.831 alude al establecimiento de normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas humanas o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor (art. 29, inc. k); II) el dec. 1023/2013 establece que la Comisión Nacional de Valores debe “...establecer los requisitos de idoneidad, integridad moral, probidad y solvencia que deberán cumplir quienes aspiren a obtener autorización de esa Comisión para actuar como mercados, cámaras compensadoras, agentes registrados para llevar a cabo actividades de negociación, colocación, distribución, corretaje, liquidación, compensación, custodia, depósito colectivo de valores negociables, administración y custodia de productos de inversión colectiva, calificación de riesgos y demás actividades relacionadas con el mercado de capitales, así como también quienes ofrezcan públicamente sus valores negociables...” (art. 1°, y III) en las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013) se prescribe que “...(l)as personas físicas y/o jurídicas registradas en la Comisión deberán contar con un Código de Protección al Inversor o Código de Conducta aplicable a todos aquellos que desarrollan actividades en sus respectivos ámbitos de actuación, que prevea normas específicas dirigidas a la prevención, detección, control y sanción de las conductas contrarias a la transparencia, al deber de lealtad y diligencia frente a los inversores y demás participantes en el mercado...” (título XII, capítulo II, sección III).

El principio de equidad (o igualdad) tiene una doble vertiente: 1) Ante todo, se aplica a las condiciones exigidas a las personas para la introducción de sus títulos en el mercado y para su negociación⁽²⁴⁾, pues hay dos derechos inherentes a la condición de inversionista, el derecho a la negociación y el derecho a los beneficios del mercado⁽²⁵⁾, y el pleno ejercicio de tales derechos supone la eliminación de discriminaciones arbitrarias; en otras palabras, desde esta perspectiva el principio apunta a proteger la igualdad

(21) Paolantonio, Martín E., “El derecho del mercado de capitales”, DCCyE 2010-1-1, p. 261, capítulo 3.

(22) Sobre estas categorías, véase: Camerini, Marcelo A., ob. cit., p. 53.

(23) CS, Fallos 330:1855; 337:291, voto de los jueces Highton de Nolasco y Zaffaroni; CNCom., sala E, 22/12/2009, “Bovera Elías Mauricio c. Pombo Santarcangelo SA s/ordinario”.

(24) Paolantonio, Martín E., “El derecho del mercado de capitales”, loc. cit.

(25) Vidal Ramírez, Fernando, *La Bolsa de Valores. Un ensayo de derecho bursátil*, Cultural Cuzco SA, Lima, 1988, ps. 443/444, nros. 194.1 y 194.2.

de oportunidades de inversión, y 2) Asimismo, el principio de equidad o igualdad se relaciona con la prohibición del aprovechamiento de información privilegiada en el mercado, lo cual se conecta con la figura del *insider trading*⁽²⁶⁾.

El principio de "eficiencia" se relaciona en cualquier tipo de mercado financiero con la correcta formación de precios. Los mercados abarcan muchas clases de activos financieros. Por ello, para que el mercado sea eficiente la información de los diferentes activos debe estar disponible sin ningún costo para el inversor, y la información relevante estar reflejada en el precio del valor negociable.

La transparencia es otro principio sustancial y de la mayor importancia en el mercado de capitales. Este principio está presente en varios preceptos de la ley 26.831 (arts. 1º, inc. g); 19, inc. y); 39; 86, 99 y ss.). Como lo ha sostenido la doctrina y la jurisprudencia, la transparencia en los mercados de valores y la correcta formación de los precios, con difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines, constituye uno de los principios tradicionales de la ordenación del mercado de valores. La técnica bursátil exige dar información para que los interesados puedan adoptar decisiones fundadas de inversión. La transparencia informativa alcanza a extremos jurídicos y económicos, así como a cualquier hecho relevante con repercusión sobre las expectativas del emisor⁽²⁷⁾.

(26) El art. 2º de la ley 26.831 define a la información reservada o privilegiada como toda información concreta que se refiera a uno o varios valores negociables, o a uno o varios emisores de valores negociables, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiese influido de manera sustancial sobre las condiciones o el precio de colocación o el curso de negociación de tales valores negociables. Y el art. 117 de la misma ley sanciona el abuso de la información privilegiada prescribiendo lo siguiente: "...Los directores, miembros del órgano de fiscalización, accionistas, representantes de accionistas y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora o entidad registrada, por sí o por persona interpuesta, así como los funcionarios públicos y aquellos directivos, funcionarios y empleados de los agentes de calificación de riesgo y de los organismos de control públicos o privados, incluidos la Comisión Nacional de Valores, mercados y agentes de depósito y cualquier otra persona que, en razón de sus tareas tenga acceso a similar información, no podrán valerse de la información reservada o privilegiada a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública. Lo aquí dispuesto se aplica también a las personas mencionadas en el artículo 35 de la ley 24.083 y sus modificaciones. En estos casos, el diferencial de precio positivo obtenido por quienes hubieren hecho uso indebido de información privilegiada proveniente de cualquier operación efectuada dentro de un período de seis (6) meses, respecto de cualquier valor negociable de los emisores a que se hallaren vinculados, corresponderá al emisor y será recuperable por él, sin perjuicio de las sanciones que pudieren corresponder al infractor. Si el emisor omitiera incoar la acción correspondiente o no lo hiciera dentro de los sesenta (60) días de ser intimado a ello, o no lo impulsara diligentemente después de la intimación, dichos actos podrán ser realizados por cualquier accionista...".

La cuestión ha sido examinada extensamente por la jurisprudencia y la doctrina: CS, Fallos 330:1855; CNCom., sala B, 21/12/2006, "Comercial del Plata s/oscilaciones en su precio s/denuncia"; Castiglioni, Rita - Politi, Mariana, "La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores: el fenómeno del *insider trading*", ED 223-53; Fargosi, Horacio P. - Russo, Mariana S., "Consideraciones sobre las sanciones aplicables por la Comisión Nacional de Valores en materia de *insiders trading*", LL 2007-D-677; Jelonche, Edgar I., "Las operaciones con información privilegiada en los Mercados de Valores", LL 2008-B-882; Otaegui, Julio C., "El deber de guardar reserva y la prohibición de utilizar información privilegiada en la oferta pública", ED 177-29; Kemelmajer de Carlucci, Aída, "Un caso de fraude en el mercado de valores: el llamado 'insider trading'", RDPC 1994-4-147.

(27) Zunzunegui, Fernando, "Situación actual y perspectivas del derecho del mercado de valores", en *Boletín del Ilustre colegio de Abogados de Madrid*, nro. 10, octubre 1998; CNCom., sala E, 7/3/2013, "Comisión Nacional de Valores c. Quickfood s/denuncia de Carlos A. y Gastón A. Montagna s/organismos"; CNCom., sala F, 7/9/2011, "Comisión Nacional de Valores c. Alpargatas SA s/organismos externos (seguimiento posible vta. de paquete accionario - N 276/07)".

El principio de reducción del riesgo sistémico toma en cuenta la propia definición de este último según el cual es el riesgo de que el incumplimiento de las obligaciones contraídas por parte de un participante pueda provocar a su vez una reacción en cadena que produzca una extensión de las dificultades financieras. En general, el riesgo sistémico se refiere “a las pérdidas o daños o a la probabilidad de que ocurran tales pérdidas o daños en el conjunto de un sistema, en contraposición a pérdidas en componentes o partes individuales, manifestándose mediante movimientos conjuntos entre todas o la mayoría de las partes”. El riesgo sistémico se extiende tanto al ámbito nacional como internacional. La volatilidad de los flujos de capitales y la posibilidad de que las perturbaciones concentradas se transmitan con mayor amplitud entre los mercados institucionales, ha dado lugar a la aparición de los denominados “riesgos sistémicos no tradicionales”, que deben ser correctamente abordados por los sujetos intervinientes de tales mercados, con el fin de prever y aminorar las consecuencias que pueden causar⁽²⁸⁾.

La información a los potenciales inversores es también una pieza fundamental en la captación del ahorro mediante la oferta pública de valores negociables. Determina un principio y un derecho de los inversores, a cuya realización están obligados las emisoras de valores negociables en el sentido de proporcionar una información fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada, continuada e igual para todos⁽²⁹⁾. La cuestión se vincula a la información contable de las emisoras (art. 60, ley 26.831); al régimen de adquisición de acciones propias (art. 64, ley 26.831); las ofertas públicas de adquisición (art. 96, inc. d), ley 26.831); etcétera. Los defectos de información generan responsabilidades (arts. 119 y 120, ley 26.831).

El principio de profesionalidad determina un estándar de responsabilidad diferencial de aquellos que actúan en el mercado en virtud de una autorización estatal (arts. 1725 y 1728, Cód. Civ. y Com.). En tal sentido, se ha dicho que la conducta de los agentes de bolsa es apreciable por la medida en que puede afectar al tráfico en general por sobre la cuantía en que hubieran perjudicado a un comitente determinado⁽³⁰⁾.

Las normas legales y reglamentarias del derecho del mercado de capitales tienen carácter imperativo, es decir, no pueden ser dejadas de lado por la voluntad de los particulares. Es que se trata de una actividad fuertemente reglada por razones de interés público⁽³¹⁾. Así entendido, el principio de imperatividad se justifica porque las conductas de quienes intervienen en el mercado de valores no son meras opciones para ellos, sino deberes instituidos para garantizar la seriedad y corrección de los actos en los que intervengan directa o indirectamente. Ello tiene particular trascendencia en cuanto a los deberes de transparencia. En tal sentido, se ha dicho que la imposición imperativa de los deberes de transparencia se justifica en la necesidad de que quienes pretenden captar recursos económicos de los ahorradores hagan públicos datos que no revelarían de manera espontánea cuando son negativos o pueden perjudicarles frente a la competencia, y aunque en algún momento se cuestionara la legitimidad de la obligación legal de difundir la información financiera y contable, hoy se considera de manera generalizada imprescindible; por otro lado, el deber legal de transparencia se ha ido extendiendo a datos que no se limitan a la estructura financiera pero que

(28) Herrera Villalva, María - Terán Sunca, Juan F., “Conceptualización del riesgo en los mercados financieros”, FORO - Revista de Derecho, nro. 10, año 2008, Ecuador - Quito, p. 141, espec. ps. 149-150.

(29) Paolantonio, Martín E., “El derecho del mercado de capitales”, loc. cit.

(30) CNCom., sala D, 10/6/1983, “Salem Attie, Alberto y Zerman, Máximo c. Mercado de Valores SA”.

(31) CNCom., sala C, 17/3/2016, “Comisión Nacional de Valores c. MAE SA s/organismos externos”.

pueden influir en la formación de los precios de cotización⁽³²⁾. Bajo esta perspectiva, las reglamentaciones de los mercados y de las cámaras compensadoras deben contener “medidas de buen orden” para garantizar el normal funcionamiento de la negociación y cumplimiento de las obligaciones y cargas asumidas por los agentes registrados o participantes (arts. 32, inc. e), y 35, inc. g), ley 23.831) que son, obviamente, de acatamiento imperativo.

Finalmente, el principio de adaptación reglamentaria reconoce la mayor dificultad que presenta la sanción de leyes en comparación con el ejercicio de la facultad reglamentaria de la autoridad de aplicación (la Comisión Nacional de Valores) en orden a modificar los reglamentos a la evolución y necesidades siempre cambiantes de los mercados.

VI. LA CONTRATACIÓN BURSÁTIL EN GENERAL

Según surge de la ley 26.831, son aspectos que singularizan la contratación bursátil los siguientes:

1) El “secreto bursátil” que se refiere a las informaciones recogidas por la Comisión Nacional de Valores en ejercicio de sus facultades de inspección e investigación, y que se extiende a su directorio y personal, así como a todos los agentes registrados en cualquiera de sus categorías y a los integrantes de los órganos de administración y fiscalización de los mercados (arts. 25 y 53)⁽³³⁾.

2) El resultado de las operaciones realizadas habitualmente en un mercado determina el “precio corriente” de los valores negociables (art. 34).

3) Son libres los derechos y aranceles que perciben por sus servicios los mercados y cámaras compensadoras y otros agentes registrados, sujetos a los máximos que establece la Comisión Nacional de Valores, los que pueden ser diferenciados según la clase de instrumentos, el carácter de pequeñas y medianas empresas de las emisoras o la calidad de pequeño inversor (art. 36).

4) Los sistemas de negociación de valores negociables bajo el régimen de oferta pública que se realicen en los mercados deben garantizar la plena vigencia de los principios de protección del inversor, equidad, eficiencia, transparencia, no fragmentación y reducción del riesgo sistémico (art. 39).

5) Los mercados deberán establecer con absoluta claridad, en sus estatutos y reglamentos, en qué casos y bajo qué condiciones esas entidades garantizan el cumplimiento de las operaciones que en ellas se realizan o registran. Cuando se garantice el cumplimiento de las operaciones el mercado o la cámara compensadora, según corresponda, actuarán como contraparte central (art. 40).

6) En los casos en que los mercados no garanticen el cumplimiento de las operaciones, deben expedir a favor del agente que hubiese sufrido una pérdida como consecuencia del incumplimiento del otro contratante, un certificado en el que conste la suma a que asciende dicho incumplimiento. Este certificado constituye título ejecutivo contra el agente deudor (art. 42).

7) El cliente debe entregar al agente la garantía y la reposición por diferencias dentro de los plazos que establezcan los reglamentos de los mercados. En caso contrario, el agente queda autorizado para liquidar la operación (art. 43).

(32) Recalde Castells, Andrés, “Acotación del derecho de los mercados de ‘valores’ e ‘instrumentos financieros’ en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, RDBB, nro. 1181, abril-junio 2010, p. 9, espec. p. 11.

(33) Difino, Graciela, “Secreto Bursátil”, en la obra *Mercado de capitales. Aspectos jurídicos y contables. 1º Congreso Argentino*, UCEMA, Buenos Aires, 2008, p. 125.

8) Los mercados y las cámaras compensadoras deben constituir, conforme lo reglamente la Comisión Nacional de Valores, fondos de garantía destinados a hacer frente a los compromisos no cumplidos por sus agentes participantes y originados en operaciones garantizadas. Dichos fondos deberán organizarse bajo la figura fiduciaria u otra figura que apruebe la Comisión Nacional de Valores y se conformarán acorde a las mejores prácticas internacionales en la materia (art. 45).

9) La actuación de cámaras compensadoras, las cuales deben: a) Administrar sistemas de compensación liquidación de operaciones de valores negociables; b) Exigir a los agentes participantes los márgenes iniciales, la reposición de los mismos, los activos a utilizarse como garantía y la moneda para garantizar su operatoria; c) Recibir y administrar las garantías otorgadas por los agentes participantes; d) Establecer requisitos de participación de sus agentes; e) Mantener y administrar fondos de garantía para utilizar frente a los incumplimientos de los agentes participantes; f) Registrar contratos de derivados celebrados fuera de mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores; g) Emitir reglamentaciones conteniendo medidas de buen orden para garantizar el normal funcionamiento de la liquidación y compensación y el cumplimiento de las obligaciones y cargas asumidas por los agentes participantes, las que deberán ser sometidas a previa consideración de la Comisión Nacional de Valores a los efectos de su aprobación, y h) Ejercer funciones de supervisión, inspección y fiscalización de los agentes participantes y de las operaciones que se realicen en el ámbito de las mismas (art. 35).

La contratación bursátil se desarrolla en base a dos sistemas.

6.1. COLOCACIÓN PRIMARIA

Para la colocación primaria de valores negociables puede optarse por los mecanismos de 1) formación de libro o 2) subasta o licitación pública.

En el proceso de formación de libro (*book building*), un agente colocador (*underwriter*) acuerda un rango de precios para la emisión con la empresa emisora, posteriormente recolectando manifestaciones de interés de inversores institucionales (a través de un *road-show*) que servirán como referencia para la determinación del precio y distribución de los valores.

La subasta o licitación pública representa una *invitatio ad oferendum* abierta al público inversor, por la cual este último realiza ofertas con respecto al precio y cantidad que se desea adquirir.

En cualquier caso, el procedimiento de colocación deberá asegurar la plena transparencia y quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder a su inicio. La colocación primaria de valores negociables deberá ser llevada a cabo a través de sistemas informáticos.

En el caso de BYMA, la institución cuenta con un sistema de colocaciones primarias (SICOLP), que se encuentra disponible en Internet, tanto para los agentes miembros BYMA como otros intermediarios, mediante el cual pueden participen libremente del proceso de colocación de valores negociables. Entre otras funcionalidades, el sistema permite: i) administrar colocaciones (información, parámetros y documentación); ii) administrar usuarios, y iii) administrar ofertas (altas y bajas de ofertas, consultas de ofertas propias).

6.2. NEGOCIACIÓN SECUNDARIA

Es la que se realiza en ruedas de negociación de valores negociables, a través de Sistemas Informáticos de Negociación presentados por los mercados y autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

Como regla general, todas las operaciones realizadas en el marco de la negociación secundaria se rigen por el principio de la "prioridad precio tiempo y por interferencia de ofertas" privilegiándose a la mejor de ellas⁽³⁴⁾.

Asimismo, también como regla general, todas las operaciones se realizarán a través de los Sistemas Informáticos de Negociación autorizados, bajo segmentos que aseguren la prioridad precio tiempo y por interferencia de ofertas, son garantizados garantizadas por el mercado y por la cámara compensadora en su caso.

En forma excepcional la Comisión Nacional de Valores puede permitir a los mercados organizar segmentos para la negociación bilateral no garantizada de valores negociables de renta fija públicos o privados, entre agentes de su cartera propia, o entre agentes e inversores calificados⁽³⁵⁾.

VII. OPERACIONES PERMITIDAS

De acuerdo con las "Normas de la Comisión Nacional de Valores" son operaciones permitidas las siguientes:

7.1. OPERACIONES DE CONTADO

Una operación de bolsa es "al contado" cuando una de las partes se obliga a hacer adquirir a la otra de inmediato la propiedad de una determinada cantidad de título valores mediante el pago de su cotización vigente al momento de su celebración. Se trata de un contrato oneroso, consensual y bilateral, celebrado con la intermediación de agentes registrados y habilitados para la operación. Su función económica es la de permitir el cambio de dinero por títulos, de donde su naturaleza es la de una compraventa mobiliaria, pero con una modalidad técnica cual es la de que es cumplida en bolsa⁽³⁶⁾.

De acuerdo con las "Normas de la Comisión Nacional de Valores" las operaciones al contado son realizadas sobre valores negociables de renta fija y variable.

La operación se considera de contado no solo cuanto es inmediata, sino también cuando debe liquidarse dentro de ciertos plazos establecidos reglamentariamente. En otras palabras, lo característico de las operaciones de contado es que se procede a la liquidación sin más plazo que el resulte de las normas reglamentarias, por lo que es una operación de ejecución instantánea. Por ello, no se aprecia en esta modalidad una operación especulativa (como ocurre en las operaciones a plazo) sino más bien la colocación de un capital en la bolsa⁽³⁷⁾.

Las citadas "Normas de la Comisión Nacional de Valores" reconocen tres variantes.

1) En contado inmediato: Cuando se concertan para ser liquidadas en la misma fecha de la concertación (apertura de cauciones, de pases y contraoperaciones efec-

(34) Camerini, Marcelo A., ob. cit., p. 189.

(35) Los mercados no pueden establecer para dicho segmento precios de referencia vinculados a los precios registrados en la rueda de negociación a través de los Sistemas Informáticos de Negociación autorizados por la Comisión con prioridad precio tiempo y por interferencia de ofertas. Los mercados deberán fijar adicionalmente, con base en un criterio debidamente fundado, los montos mínimos a partir de los cuales se permitirá la negociación en este segmento y determinar la banda o rango de precios, respecto del último cierre o último precio del segmento bilateral, dentro de los cuales se podrán registrar operaciones y los casos en los cuales los mercados podrán autorizar excepcionalmente el registro de operaciones por encima o por debajo de dicho rango y el porcentaje de variación que se admitirá en tales excepciones.

(36) Linares Bretón, Samuel F., *Operaciones de Bolsa*, Depalma, Buenos Aires, 1980, ps. 143-145. Bianchi D'Espinoza, Luigi, "Il contratti di borsa - Il riporto", en Cicu, Antonio - Messineo, Francesco (dirs.), *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, 1969, vol. XXXV, t. 2, p. 416 y ss., nro. 72.

(37) Vidal Ramírez, Fernando, ob. cit., ps. 379-380, nro. 177.1.

tuadas por los agentes de negociación ante incumplimiento de comitentes en la fecha de liquidación de operaciones). Las operaciones concertadas para liquidarse en contado inmediato se instrumentan mediante la emisión de boleto.

2) En contado 24 horas: Cuando se concertan para ser liquidadas a las 24 horas hábiles contadas a partir de la fecha de su concertación. La operación se instrumenta mediante la emisión de boletos en los que se detallará “compra/venta en contado 24 horas”

3) En contado normal o contado 48 horas: Cuando se concertan para ser liquidadas a las 48 horas hábiles contadas a partir de la fecha de su concertación. La operación en contado normal se instrumenta mediante la emisión de boletos en los que se detalla “compra/venta en contado 48 horas”.

En las operaciones de contado 24 y 48 horas, mientras transcurre el diferimiento, no hay consecuencia moratoria alguna⁽³⁸⁾.

En las operaciones de contado, los agentes de negociación pueden subordinar el cumplimiento de las órdenes a la previa acreditación de la titularidad de los valores negociables o a la existencia de fondos suficientes en la cuenta del cliente destinados a pagar su importe.

Se reconocen, asimismo, dos modalidades especiales: las operaciones de venta “en descubierto” y “en corto”.

Las operaciones de venta “en descubierto” son aquellas en las que, con la finalidad de cumplir con la entrega de los valores negociables objeto de dicha transacción, el vendedor debe concretar la compra de ellos —en cualquiera de los plazos de contado previstos— con posterioridad a la concertación de la venta inicial.

De su lado, las operaciones de venta “en corto” son aquellas cuyo objeto consiste en vender valores negociables obtenidos a través de préstamos de valores concertados en la misma jornada de negociación⁽³⁹⁾. El precio para la negociación de la venta en corto debe ser igual o superior al precio de la última operación concertada en el mercado, pudiendo los mercados establecer las condiciones bajo las cuales dicha regla no aplica. Supone que los valores negociables obtenidos en préstamo se encuentren disponibles al momento de la liquidación de la venta en corto.

7.2. OPERACIONES A PLAZO

En sentido amplio, el contrato a término es aquel cuya ejecución se encuentra diferida para el momento en que concluya un plazo⁽⁴⁰⁾. Sin embargo, en un sentido estricto, se denomina contrato a término a ciertas operaciones, generalmente bursátiles, pero que pueden también ser extrabursátiles, en esencia compraventas, que teniendo como característica técnica o jurídica una decadencia deferida, reconocen su verdadero carácter no tanto en ser un contrato con vencimiento y ejecución diferida, sino por tener como objeto un *genus*. En este sentido, como lo indica Messineo, el contrato a término o a plazo no tiene por objeto títulos en concreto, sino meras can-

(38) Linares Bretón, Samuel F., ob. cit., p. 147.

(39) Sobre el tema: Mangold Moro, Juan M., “Venta corta y/o venta en descubierto (*short selling*)”, en la obra *Mercado de capitales. Aspectos jurídicos y contables. 1º Congreso Argentino*, UCEMA, Buenos Aires, 2008, ps. 211 y ss.

(40) La identificación del contrato a término y el contrato de ejecución diferida es postulada en el derecho italiano por Messineo, Francesco, *Doctrina general del contrato*, EJEA, Buenos Aires, 1952, t. I, p. 429, nro. 10, y adición XLV en p. 467. Con el mismo alcance lo estudia entre nosotros Goldstein, M., “Contrato a término”, en *Enciclopedia Jurídica Omeba*, Editorial Bibliográfica Argentina, Buenos Aires, 1956, t. IV, ps. 150 y ss.

tidades nominales, calificadas por la referencia a la especie y cantidad de títulos que serán (si llegan a serlo) materia de entrega al vencimiento del contrato. Los títulos son vendidos por su especie y cantidad sin que materialmente el vendedor los tenga en su poder, pero obligándose a tenerlos antes del vencimiento, o a proveerlos mediante una compra de la misma especie y cantidad de títulos, para el mismo vencimiento. Por su lado, el comprador puede no disponer de la suma que se ha obligado a pagar al vencimiento del contrato a término, siendo asunto suyo procurarse en tiempo la suma, o proceder también a la reventa de la misma especie y cantidad de títulos, para el mismo vencimiento, obteniendo de ella un precio. En esos términos, la ventaja práctica del contrato a término consiste en permitir a las partes estipularlo, aun sin disponer actualmente del precio de los títulos, o aun sin tener la propiedad de ellos, y sin que ellas deban cumplirlo inmediatamente. Una y otra parte confían, de ordinario, en procurarse en un segundo tiempo la suma o, respectivamente, los títulos, a entregar al vencimiento. Se añade a esto último una posibilidad notoria: al comprador, la de revender (por el mismo término) la misma cantidad de títulos del mismo género; al vendedor, la de recomprar (por el mismo término) la misma cantidad de títulos del mismo género, antes de que haya llegado el día del vencimiento del primer contrato. Y, puesto que todas las operaciones de liquidación de todos los contratos tienen lugar el mismo día, aquel de los dos contratantes que haya sido antes vendedor y después comprador (o viceversa), liquida las dos operaciones, cobrando —o bien, según los casos, pagando— la diferencia entre los dos precios de las dos compraventas en que ha participado o —en el caso raro, pero posible, de que no exista diferencia entre los dos precios— sin cobrar ni pagar nada⁽⁴¹⁾. Va conectado con todo lo anterior el objetivo de la especulación, que aparece destacada entre los momentos de la conclusión y de la ejecución del contrato, y que consiente con la perspectiva de revender, sin estar obligado al pago del precio (o, respectivamente comprar la misma cantidad y especie para entregarlas), antes que el plazo haya vencido⁽⁴²⁾.

Las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” catalogan siete operaciones “a plazo”.

7.2.1. De plazo firme (o fijo)

La operación a plazo firme, por contraposición a la operación al contado, es aquella en las que los agentes que la concertan, en ejecución de las órdenes de sus respectivos comitentes, convienen en diferir la liquidación hasta el vencimiento de un plazo determinado. Dicho con otras palabras, es aquella que resulta de la aceptación de una propuesta que establece una fecha futura y cierta para su liquidación.

El plazo es suspensivo, por lo cual las prestaciones no son exigibles hasta que produce el vencimiento del plazo estipulado y se procede a la liquidación. Se trata de un plazo establecido a favor de ambos contratantes⁽⁴³⁾.

Tiene por objeto disponer de la compra o venta de una cantidad determinada de títulos-valores a un precio convenido, y pueden referirse a acciones, títulos de renta fija, obligaciones negociables u otros valores con cotización. Como se dijo, en esta modalidad las partes convienen expresamente que sus obligaciones recíprocas (entrega de los títulos y pago del precio) se cumplirán el día en el que se agota el plazo

(41) Messineo, Francesco, *Manual de derecho civil y comercial*, EJE, Buenos Aires, 1955, t. V, ps. 131 a 133, § 141. Bianchi D’Espinosa, Luigi, ob. cit., vol. XXXV, t. 2, p. 427 y ss., nro. 74 a 76.

(42) Messineo, Francesco, *Operaciones de bolsa y de banca*, cit., p. 31, nro. 2.b.

(43) Linares Bretón, Samuel F., ob. cit., p. 155.

determinado. Por ello, tiene un carácter típicamente especulativo en tanto ligada a la posibilidad de reventa antes indicada, pues como lo explica Broseta Pont, el vendedor espera y confía en la baja de los títulos que deben entregarse en el término fijado, baja que, de producirse, le permitirá adquirir títulos más baratos percibiendo al entregarlos un precio (el pactado) superior al corriente en el momento de la entrega, lucrándose con la diferencia; el comprador espera y confía en el alza del valor de los títulos, de forma que los recibirá en el momento pactado por un precio (el pactado) inferior al de su cotización en el momento de la entrega, lucrándose con la diferencia⁽⁴⁴⁾.

El comprador y vendedor quedan definitivamente obligados, no pueden alterar las condiciones del contrato ni, especialmente, el plazo fijado para el cumplimiento. El contrato queda perfeccionado y firme desde su celebración, y solo se difiere el cumplimiento de las prestaciones convenidas (pago del precio y entrega de los títulos)⁽⁴⁵⁾.

Con mayor precisión, las "Normas de la Comisión Nacional de Valores" (edición 2013) expresan que las operaciones a plazo firme son aquellas operaciones concertadas cuya fecha de liquidación: a) Es posterior a la de contado normal. b) Corresponde al último día hábil de cualquier mes calendario comprendido entre el correspondiente al de la fecha de concertación y cualquiera posterior hasta un máximo de 11 meses corridos.

La operación a plazo firme se instrumenta mediante la emisión de boletos en los que se detalla "compra/venta a plazo firme".

La operación a plazo firme podrá ser realizada únicamente sobre valores negociables de renta fija y variable, excluidos cheques de pago diferido, letras de cambio, pagarés, certificados de depósito, warrants y certificados de depósito a plazo fijo.

7.2.2. De pase (o reporte)

El pase o reporte puede ser: 1) Un solo contrato instrumentado en una o más liquidaciones, que consiste en la compra o venta al contado o para un plazo determinado y la simultánea operación inversa de venta o compra de un mismo cliente, para un vencimiento posterior; 2) Un solo contrato instrumentado en una liquidación, que consiste en diferir la liquidación de una compra o venta a plazo firme; 3) Una compra o venta a plazo que sea consecuencia de una compra o venta al contado efectuada en la misma rueda o sesión, con distintas contrapartes y por cuenta de un mismo cliente.

La primera especie responde a la figura del "reporte propio", cuya finalidad no es la obtención de un crédito, aunque pueda serlo, sino más generalmente la obtención de títulos en propiedad efectiva durante determinado tiempo, en cuyo lapso al propietario original no le interesa que se encuentren en su patrimonio estando dispuesto a desprenderse de ellos por tiempo determinado, por un precio también determinado siendo ese su negocio, como otro será el del adquirente que por ello efectúa el desembolso, comprometiéndose a su venta posterior al vendedor originario, ya que a ambos la propiedad de los títulos o su recuperación les interesa por un determinado tiempo⁽⁴⁶⁾. En este caso, no es necesaria la existencia de una operación anterior⁽⁴⁷⁾, ni puede ser entendido que la operación se trate de una doble compraventa, ya que en

(44) Broseta Pont, Manuel, *Manual de derecho mercantil*, Tecnos, Madrid, 1981, p. 400.

(45) Anaya, Jaime L. - Podetti, Humberto, *Código de Comercio y leyes complementarias, comentados y concordados*, Omeba, Buenos Aires, 1965, t. II, p. 171, nro. 26; Fontanarrosa, Rodolfo, *Derecho comercial argentino - parte general*, Zavalía Editor, Buenos Aires, 1979, p. 428, nro. 312.

(46) Viller, J. A. - Recio, J. N., "El contrato de pase o reporte", ED 111-875; CNCom., sala E, 8/9/1988, "Extrader SA c. Astilleros Corrientes SA"; CNCom., sala B, 11/12/2000, "Banco Finansur SA c. Banco de la Ciudad de Buenos Aires s/ordinario".

(47) CNCom., sala B, 18/5/84, "Cam-Via SA c. Marcopulos, Mario y otro", ED 110-299.

el “reporte propio” hay un contrato único y todos sus efectos se originan de un solo acuerdo regulatorio que da lugar a una doble transferencia: venta de títulos y su futura recompra, es decir, un solo negocio que produce dos compraventas de la misma cosa, una al contado y la otra a término, siendo este último —el término— esencial⁽⁴⁸⁾.

La segunda especie es el denominado “reporte prórroga”. Se trata de un medio para prorrogar el vencimiento de una operación bursátil a plazo, al cual puede recurrir el comprador a plazo que quiere sustraerse temporalmente del cumplimiento del contrato, evitando la ejecución forzosa que sería la consecuencia natural e inflexible de la falta de cumplimiento. La solución consiste en convenir con el mismo vendedor, mediante una combinación con base en la cual el vendedor toma a reporte los títulos que eran objeto del contrato a plazo, y retiene, a satisfacción de su crédito para los títulos vendidos, el precio que él debía pagar al comprador a plazo (que se convierte en reportado) en cumplimiento del reporte que estipula con él. En otras palabras, el antes vendedor a plazo se paga a sí mismo, en nombre del comprador-reportado, aquella suma que, en otro caso, debía corresponder a este último, como precio de los títulos tomados a reporte, y el comprador (reportado) queda exonerado de pagar al vendedor el precio de los títulos comprados a plazo que le correspondía, si no hubiese entre tanto intervenido la estipulación del reporte. El resultado que se obtiene consiste, en definitiva, en conservar inalterados todos los elementos del contrato a plazo, con excepción del vencimiento de las prestaciones nacidas del contrato mismo, las cuales son diferidas; con esta consecuencia: que el contrato a plazo queda igualmente extinguido pero no a través del medio ordinario del cumplimiento por parte del comprador, sino a través de la transfusión del contenido de aquel en un contrato nuevo, por el cual el cumplimiento queda relegado a un próximo vencimiento, y el comprador a plazo (reportado) puede esperar un momento propicio para cumplir o para revender los títulos⁽⁴⁹⁾.

La tercera especie de pase se refiere al llamado reporte *staccato*. En la práctica, la operación se desarrolla de la siguiente forma: el vendedor de valores a plazo cuyo vencimiento se aproxima, se dirige a un tercero y adquiere dichos valores para el día en que está obligado a cumplir su obligación de entrega, el que normalmente coincide con el de la liquidación; pero, de inmediato, compromete su reventa a plazo a vencer generalmente también el día de la liquidación posterior a la que corresponde al mes en curso. La persona con quien se liga en esta última operación puede no ser la misma que su primer comprador. El comprador a término puede, igualmente, realizar la operación a la inversa, es decir, que próximo al vencimiento de su obligación de recibir los títulos, contratar la venta de los mismos a un tercero; luego compromete su readquisición a plazo con esta última persona o con un tercero⁽⁵⁰⁾.

Dando una noción general, las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013) explican las operaciones de pase son aquellas en las que a) En una misma fecha de concertación un vendedor, en contado inmediato, de cierta cantidad de un determinado valor negociable compra a plazo firme, a un plazo no menor de 7 días y

(48) CNCom., sala B, 11/12/2000, “Banco Finansur SA c. Banco de la Ciudad de Buenos Aires”. Véase también: Ferri, Giuseppe, *Manuale di Diritto Commerciale*, UTET, Torino, 1965, p. 633, nro. 518; Satanowsky, Marcos, *Estudios de derecho comercial*, TEA, Buenos Aires, 1950, t. I, ps. 239 y ss.; Fontanarrosa, Rodolfo, ob. cit., p. 431, nro. 313.

(49) Messineo, Francesco, *Operaciones...*, cit., ps. 179 y 180. Bianchi D’Espinosa, Luigi, ob. cit., vol. XXXV, t. 2, p. 555 y ss., nro. 95 y ss.

(50) Supervielle Saavedra, Bernardo, *El pase (“report”)*, Consejo Interamericano de Comercio y Producción, Montevideo, 1950, p. 19, nro. 33; Anaya, Jaime L. - Podetti, Humberto, ob. cit., t. II, p. 175, nro. 30; Messineo, Francesco, *Operaciones...*, cit., ps. 235 y ss. Bianchi D’Espinosa, Luigi, ob. cit., vol. XXXV, t. 2, p. 588, nro. 100.

a un precio mayor que el de la venta en contado inmediato, la misma cantidad de tal valor negociable, y b) En una misma fecha de concertación un comprador, en contado inmediato, de cierta cantidad de un determinado valor negociable vende a plazo firme, a un plazo no menor de 7 días y a un precio mayor que el de la compra en contado inmediato, la misma cantidad de tal valor negociable.

La operación de pase se instrumentará mediante la emisión de boletos en los que se detalla “compra/venta en contado inmediato (pase)” y “venta/compra a plazo firme (pase)”.

El comprador a plazo firme puede cancelar anticipadamente tal compra, abonando el mismo importe que correspondería pagar en la fecha de vencimiento pactado para ella.

La operación de pase puede ser realizada únicamente sobre valores negociables de renta fija y variable, excluidos cheques de pago diferido, letras de cambio, pagarés, certificados de depósito, warrants y certificados de depósito a plazo fijo.

7.2.3. De caución

Se trata de un contrato típicamente de crédito, en cuanto permite la realización de un negocio de esa naturaleza con garantía de títulos valores⁽⁵¹⁾.

No se confunde con el “pase”. En efecto, “caución” y “pase” son negocios bursátiles diferentes, como resulta claramente de la normativa dictada por la autoridad de control⁽⁵²⁾, más allá de la nota común y a la vez específica en cuanto a la inexcusable necesidad de efectuar el depósito de los valores objeto de la operación en el mercado de valores respectivo, o en la cámara de compensación y liquidación⁽⁵³⁾.

Como lo expresan las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013), las operaciones de caución son operaciones financieras garantizadas con valores negociables en las que:

I) En la fecha de concertación: 1) El tomador de fondos entrega en garantía, que permanecerá depositada como tal en el mercado o en la cámara de compensación y liquidación si estuviere escindida del mercado, cierta cantidad de valores negociables, sin perder la propiedad de estos y siendo a su favor toda acreencia devengada por ellos; 2) La garantía se valoriza considerándose, para las especies, sus últimos precios de cierre, para liquidar en contado normal, a la fecha de la concertación; 3) El valor de la garantía se afora al porcentaje fijado por el respectivo mercado para las especies de que se trate; 4) El valor aforado de la garantía deberá ser inferior al que surja de valorizar la garantía a los precios vigentes de las especies al momento de la concertación de la operación para liquidarse en contado normal; 5) El importe neto surge de deducir al valor aforado de la garantía los intereses adelantados, mediante el uso de descuento racional o matemático y divisor fijo 365, que correspondan conforme la fecha de vencimiento de la operación; 6) El tomador de fondos recibe el importe neto y se compromete a pagar en la fecha de vencimiento de la operación el valor aforado de la garantía, determinado el día de la concertación, más los gastos, y 7) El colocador de fondos paga el importe neto.

II) En la fecha de cierre o vencimiento o cancelación: 1) El tomador de fondos paga el importe resultante de adicionar al valor aforado de la garantía, determinado el día

(51) Linares Bretón, Samuel F., ob. cit., p. 179.

(52) Normas de la Comisión Nacional de Valores, título VI, capítulo V, arts. 16 y 17, edición 2013.

(53) Anaya, Jaime L. - Podetti, Humberto, ob. cit., t. II, p. 179, nro. 32; CNCom., sala D, 22/9/2016, “Bonfiglio, María Rosa c. Lacoste y Cía. SA de Bolsa s/ordinario”.

de la concertación, los gastos aplicables y recibe en devolución las especies entregadas en garantía el día de la concertación, y 2) El colocador de fondos cobra el importe resultante de deducir al valor aforado de la garantía, determinado el día de la concertación, los gastos aplicables.

Las operaciones de caución se sujetan a las siguientes reglas: 1) La operación de caución se instrumenta mediante la emisión de boletos en los que se detalla “operación de apertura/cierre de caución tomadora/colocadora”; en los boletos a emitir al tomador se deben detallar los valores negociables entregados en garantía⁽⁵⁴⁾; 2) El tomador de fondos puede cancelar anticipadamente la operación de caución abonando el mismo importe que correspondería pagar en la fecha de cierre o vencimiento o cancelación; 3) Los valores negociables entregados en garantía deben encontrarse depositados en el mercado o en la cámara compensadora, con la individualización del agente, del cliente y de la operación; 4) El registro de las operaciones de caución concertadas en el mercado comprenderá el valor aforado de la garantía y la tasa nominal anual vencida de interés aplicable al plazo de la operación.

Una operación de caución puede ser realizada únicamente sobre valores negociables de renta fija y variable, excluidos cheques de pago diferido, letras de cambio, pagarés, certificados de depósito, warrants y certificados de depósito a plazo fijo.

La “caución” bursátil puede ser “tomadora” o “colocadora”. En el primer caso el inversor toma fondos en calidad de préstamo a ser devueltos a una tasa fijada previamente y debiendo depositar valores negociables o dinero en garantía de ella. En contraposición, la caución es “colocadora” cuando el inversor coloca dinero (en forma similar a un plazo fijo) a una tasa previamente establecida. En este caso es el “tomador” quien se lleva el dinero, dejando como garantía títulos que son tomados a un valor inferior al de mercado, dependiendo el porcentaje (o aforo) de cada especie⁽⁵⁵⁾.

7.2.4. De opciones (directas)

Una opción es un contrato entre dos partes por la cual una de ellas adquiere sobre la otra un derecho, pero no la obligación, de comprarle (*call*) o de venderle (*put*) una cantidad determinada de un activo financiero (activo subyacente) a un cierto precio prefijado de antemano (*striking price* o precio de ejercicio) y a la fecha de finalización del contrato, fecha de ejercicio o vencimiento (*expiration date*). Por la adquisición de ese derecho durante el aplazamiento que corresponda, se paga una prima si se compra la opción o si se la vende⁽⁵⁶⁾.

Las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013) precisan que las operaciones de opciones directas son aquellas en las que a) El comprador o titular de la opción adquiere, a un precio denominado prima, el derecho —que podrá ejercer a una o hasta una fecha determinada de expiración de tal derecho— a comprar (opción

(54) Asimismo, en los boletos que se emitan tanto para el tomador como para el colocador en la apertura de una operación de caución debe constar: 1) la tasa nominal anual (TNA) vencida de interés aplicable para el plazo de vencimiento de la operación; 2) la tasa efectiva subperiódica vencida correspondiente al plazo de vencimiento de la operación; 3) la tasa efectiva anual (TEA) vencida equivalente a la tasa efectiva subperiódica; 4) En el caso del boleto que se emita para el tomador de fondos deberá además constar el costo financiero total (CFT); 5) A todos los fines señalados deberá aplicarse divisor fijo 365.

(55) CNCom., sala D, 22/9/2016, “Bonfiglio, María Rosa c. Lacoste y Cía. SA de Bolsa s/ordinario”.

(56) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 127, nro. 31, y p. 139, nro. 38; Reyna Tamara, Fernando, “Administando los riesgos de mercado: contratos financieros derivados - un enfoque estructural”, Universidad Nacional Mayor San Marcos, *Revista de Derecho y Ciencia Política*, Lima, 2003, vol. 60, nros. 1-2, ps. 548549.

de compra o *call*) o a vender (opción de venta o *put*) una determinada cantidad de un valor negociable subyacente a un determinado precio de ejercicio de tal derecho; b) El vendedor o lanzador de la opción, mediante el cobro de la prima, asume —a una o hasta una fecha determinada de expiración— la obligación de vender (opción de compra o *call*) o comprar (opción de venta o *put*) la cantidad del valor negociable y al precio a los que tiene derecho el titular de la opción si este ejerce su derecho; c) La cantidad mínima de valores negociables que tiene derecho a comprar o a vender el titular de la opción, y que tiene obligación de vender o comprar el lanzador si es ejercida la opción, integra un lote de negociación; d) El precio del derecho o prima se expresa sobre la misma base de expresión del precio del valor negociable subyacente y deberá referirse a una serie, y e) Una serie quedará definida por el tipo de opción (de compra o de venta), el valor negociable subyacente, y un precio de ejercicio y vencimiento determinados.

Las modalidades del contrato se realizan en función del elemento subyacente sobre el que se estructura, v.gr., contrato de opción financiera sobre *commodities*; divisas; índices bursátiles; *forwards*; tasas de interés, *swaps*, etcétera.

Particular relieve tienen las opciones sobre acciones⁽⁵⁷⁾, que se prestan a opciones más complejas que las usuales de *call* y *put*, entre las cuales destacan: 1) el *straddle*, que es una combinación de un *put* y un *call* sobre las mismas acciones, con el mismo precio de ejercicio y fecha de expiración; 2) el *strip*, que es la combinación de un *call* y dos *put* y por el cual el comprador arriesga a que el precio de la acción se diferenciará de su precio de ejercicio con más probabilidad a la baja que al alza; 3) el *strap*, que es la combinación de dos *call* y un *put* sobre las mismas acciones, al mismo precio de ejercicio y a la misma fecha de expiración; 4) el *spread*, que es una opción con un *put* y un *call*, pero con la diferencia de que el precio de ejercicio del *put* y *call* está especificado en una cuantía distinta del precio de mercado de la acción, a la fecha en que la opción se emite⁽⁵⁸⁾.

7.2.5. De préstamo de valores negociables

Se trata de otra operación referida y reglamentada por las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (año 2103), que es permitida a los siguientes fines:

i) Para cubrir faltantes transitorios de especies a entregar por el cliente en la fecha de liquidación, en orden al cumplimiento de la liquidación de las operaciones concertadas y siempre que el cliente tomador posea la especie transada pero no pueda, circunstancialmente, disponer de ella en la fecha de liquidación.

ii) Para la concertación de operaciones de venta en corto.

Los títulos de renta variable y de renta fija objeto de las operaciones de préstamo pueden ser de cartera propia de los agentes o de clientes. En este último caso, el

(57) Gil del Moral, Francisco - Moreu Serrano, Gerardo, “Los contratos de opción de compra y de venta sobre acciones: aspectos sustantivos, fiscales, contables y financieros”, en Gil del Moral, Francisco - Moreu Serrano, Gerardo - Pascual de Miguel, A. - Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio (dirs.), *Contratos sobre acciones*, Civitas, Madrid, 1994, p. 497; Van Thienen, Pablo - Di Chiazza, Iván, “El contrato de opción de acciones”, en *Acciones & Cuotas. Negocios jurídicos complejos*, CEDEF, Buenos Aires, 2011, p. 67, esp. p. 73; Giovenco, A., “Las opciones en la transferencia de acciones”, LL 2007-E-1262, cap. II; Galgano, Francesco, *Il contratto*, CEDAM, Padova, 2011, p. 146, nro. 38; Bercovitz Rodríguez-Cano, Alberto (dir.), *Contratos mercantiles*, Thomson Reuters - Aranzadi, Pamplona, 2017, t. I, p. 1617.

(58) Mera Vázquez, María T., “Instrumentos financieros: futuros, opciones y *swaps*”, ICADE, Universidad Pontificia Comillas, *Revista de la Facultad de Derecho*, nro. 20, año 1990, p. 39; Reyna Tamara, Fernando, ob. cit., p. 550.

agente colocador del préstamo debe requerir una conformidad específica por escrito del cliente prestamista para la operatoria y asimismo el cliente tomador debe suscribir una autorización a favor del agente interviniente en tal calidad.

El registro de la operación de préstamo de valores comprende el valor efectivo de la especie y la tasa nominal anual vencida de interés aplicable al plazo del préstamo.

La operación de préstamo de valores negociables puede ser cancelada anticipadamente.

La operación de préstamo de valores negociables goza de garantía de liquidación del mercado o de la cámara compensadora, en su caso, y se instrumentan mediante la emisión de boletos en los que se debe detallar: a) la indicación "préstamo/colocación de valores", y b) la especie, valor nominal, precio aplicado a la valuación de la tenencia y valor efectivo de ésta a los fines de tomarse como base para la aplicación de la tasa de interés⁽⁵⁹⁾.

7.2.6. De contratos de futuros

Las operaciones a plazo del tipo "contratos" de futuros son aquellas en las que las partes se obligan a intercambiar (comprar y vender) un activo físico o financiero (denominado activo subyacente), a un precio determinado (cierto) y en una fecha futura preestablecida al concertarse el contrato de futuros.

Es uno de los llamados "productos derivados" ya que precio pactado se relaciona con el de otros productos o activos subyacentes, como se dijo, físicos o financieros (divisas, índices bursátiles, acciones⁽⁶⁰⁾, bonos, tipos de interés, mercaderías o *commodities*, fuentes de energía, metales, carnes, granos, etcétera).

Antes del vencimiento, las partes pueden cancelar las posiciones tomadas previamente, realizando la operación inversa. Esto permite la posibilidad de compensar un contrato de futuros. En efecto, compensar un contrato de futuros significa que un vendedor o un comprador de un contrato a futuro puede cancelar su compromiso comprando o vendiendo otro contrato de futuro con las mismas especificaciones (mismo producto, misma cantidad, misma fecha de entrega). Si un vendedor quiere cancelar su posición abierta o compromiso, lo que hace es comprar un contrato a futuro con

(59) En cuanto a la tasa de interés se debe detallar: 1) la tasa nominal anual (TNA) vencida de interés aplicable para el plazo de vencimiento de la operación. 2) la tasa efectiva subperiódica vencida correspondiente al plazo de vencimiento de la operación. 3) la tasa efectiva anual (TEA) vencida equivalente a la tasa efectiva subperiódica. 4) En el caso del boleto que se emita para el tomador de los valores, costo financiero total (CFT).

(60) Los contratos de futuros sobre acciones individuales poseen como activo subyacente acciones ya emitidas que cotizan en mercados bursátiles. Como contrato derivado, brindan la posibilidad de posicionarse en una acción bursátil sin la necesidad de adquirirla. La posesión de un contrato de futuros no es equivalente a la tenencia de un activo, por lo que su tratamiento legal, impositivo y económico difiere del resultante de la compra de una acción mediante una operación en el mercado de contado. Quien adquiere una acción en el mercado es comprador de un bien y por lo tanto debe abonar la totalidad del precio pactado por el mismo. En cambio, quien toma una posición en un contrato de futuros obtiene resultados que se derivan del valor de la acción y solo debe hacer frente a los requerimientos de márgenes de garantía del mercado donde los futuros hubiesen sido comprados. De acuerdo con este modelo, el precio de una acción a futuro debe reflejar la sumatoria entre el precio de contado y el interés por el plazo al vencimiento menos los dividendos que en su caso pague la acción antes del vencimiento del futuro. Las diferentes perspectivas que los operadores tengan sobre las tasas de interés y sobre los dividendos hacen que lleguen a distintas conclusiones acerca de la cotización adecuada para una acción a futuro (conf. Gallo, Guido, "Futuros sobre acciones individuales", en www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/investigaciones/futuros-sobre-acciones-individuales).

las mismas especificaciones. En sentido contrario, si un comprador quiere cancelar su posición abierta, vende un contrato de futuro con las mismas especificaciones⁽⁶¹⁾.

Dependiendo del diseño, al vencimiento del mes contrato, el contrato de futuros puede cancelarse por la entrega del activo subyacente o por diferencia de precio.

Los futuros, cuyo precio se forma en estrecha relación con el activo subyacente, cotizan en el mercado a través de procesos de negociación, pudiendo ser comprados o vendidos en cualquier momento de la sesión de negociación, lo que permite la activa participación de los operadores que suelen realizar operaciones especulativas con la finalidad de generar beneficios, pero que aportan la liquidez necesaria para que quienes deseen realizar operaciones de cobertura puedan encontrar contrapartida⁽⁶²⁾.

7.2.7. De contratos de opciones (indirectas) sobre contratos de futuros

Las operaciones a plazo del tipo “opciones” sobre contratos de futuros son aquellas operaciones de opciones en las que el subyacente es un contrato de futuros.

Los contratos de opciones sobre futuros deben ser presentados por los mercados para su previa aprobación por parte de la Comisión Nacional de Valores⁽⁶³⁾.

7.3. OTRAS OPERACIONES AUTORIZADAS POR LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Las “Normas de la Comisión Nacional de Valores” (edición 2013) autorizan y reglamentan, además, la negociación de cheques de pago diferido; la negociación de certificado de depósito de inversión (CEDIN); la negociación de letras de cambio; la negociación de pagarés⁽⁶⁴⁾; la negociación de certificados de depósito y warrants, y la negociación de certificados de plazo fijo.

VIII. OTROS CONTRATOS DE DERIVADOS MENCIONADOS POR LA LEY 27.440

La ley 27.440 alude en su art. 188 a otras figuras contractuales, pero que no son negociadas en un mercado institucionalizado.

Se trata de los contratos a término denominados en idioma inglés *forwards*; de los contratos de intercambios, denominados en idioma inglés *swaps*, y de los derivados de crédito, incluyendo los denominados en idioma inglés *credit default swaps*.

8.1. FORWARDS

Como categoría general, los *forwards* constituyen una variante del contrato de futuro, con el que tiene alguna semejanza, pues ambos son acuerdos de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro a un precio determinado. No obstante, a diferencia de los contratos de futuros, los *forwards* no son negociados en el marco de un mercado institucionalizado. Son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y uno de sus clientes corporativos⁽⁶⁵⁾. De ahí que, mientras en los contratos de futuros sus términos son estandarizados

(61) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 102, nro. 17.

(62) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 105, nro. 19.

(63) Ciro Campi, Germán, “La aprobación estatal de los contratos de futuros y opciones”, en la obra *Mercado de capitales. Aspectos jurídicos y contables. 1º Congreso Argentino*, UCEMA, Buenos Aires, 2008, p. 291.

(64) Paolantonio, Martín E., “El pagaré y el cheque en el mercado de capitales”, LL 2016-C-.

(65) Hull, J., *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, trad. de V. Morales, Madrid, 1997, ps. 42-43; Jáuregui, M., *Tratado sobre instrumentos financieros derivados*, La Ley, Buenos Aires, 2003, p. 188.

zados, y por negociarse en el ámbito de mercados institucionalizados, los datos de las transacciones concertadas son registrados diariamente y difundidos públicamente⁽⁶⁶⁾, los *forwards* se negocian *over the counter* y cada uno de sus términos es acordado privadamente por las partes⁽⁶⁷⁾.

Como consecuencia de lo anterior, en las operaciones de futuros el precio surge de una cotización abierta, es decir, se fija según la oferta y la demanda de cada momento en el mercado. En cambio, en el *forward* las partes acuerdan su volumen (tipo y cantidad del activo involucrado), el precio (que es prefijado desde la concertación) y la fecha de vencimiento⁽⁶⁸⁾.

Económicamente, en el contrato *forward* no existe ningún desembolso inicial (por ello se dice que a su inicio tiene valor 0), mientras que al vencimiento del contrato hay, habitualmente, un solo flujo de dinero a favor del "ganador". En rigor quien es acreedor y quien es deudor solo queda definido a la fecha de vencimiento de tal acuerdo conforme al cotejo del precio convencional del activo involucrado con el que resulta del mercado al tiempo de su entrega.

Se ha definido al *forward* en general diciéndose que es el contrato en el que "...las partes se obligan a pagar una diferencia entre el precio convenido y el precio de mercado de un activo subyacente en un cierto momento determinado..."⁽⁶⁹⁾.

El aludido contrato que, como fuera dicho, se enmarca en la categoría más general de los llamados contratos derivados, tiene como principal propósito el manejo del riesgo.

En efecto, desde el punto de vista de un agente económico, ha sido dicho que permite el manejo de tres tipos de riesgos: el riesgo de la volatilidad de los precios, el de la volatilidad de las tasas de interés y el del tipo de cambio.

Nacen así las tres subespecies básicas: el *forward* de activos; el *forward rate agreement*, y el *forward* de divisas⁽⁷⁰⁾. Así, mediante el uso de este tipo de contratos, cualquier operador económico puede asegurarse un precio futuro, sea de un *comodities* o activo financiero, una tasa de interés, o fijar de antemano la cotización de una moneda.

En el último caso (*forward* de divisas) las partes fijan al momento de la contratación el tipo de cambio de una futura operación de compra o de venta de divisas. Generalmente estas operaciones se celebran entre un banco y su cliente, y cada parte se compromete a entregar, en un momento futuro previamente especificado, cierta cantidad de dinero en una divisa a cambio de otra cantidad conocida en otra divisa distinta, a un tipo de cambio fijado de común acuerdo en el origen. Como en todo contrato *forward*, el valor de la operación para las partes contratantes es cero al momento de la celebración. Solamente al vencimiento del contrato se producirá el intercambio al tipo establecido en él⁽⁷¹⁾. Al igual que en los contratos de futuros, el *forward* puede ser utilizado para cobertura o para especulación. En el primer caso, se cubre el riesgo derivado

(66) Mangold Moro, Juan M., "Consideraciones jurídico-económicas en torno a los contratos de derivados financieros", en AA.VV., *Derechos patrimoniales —en homenaje a E. H. Richard—*, dirigida por Filippi, L. y Juárez, M., Buenos Aires, 2001, t. I, p. 229, espec. p. 245.

(67) Rodríguez Simón, F., "Los instrumentos financieros derivados (principales pleitos en la materia)", LL 1997-C-1123).

(68) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 190, nro. 59.

(69) Malumián, N., *Contratos derivados (futuros, opciones y swaps). Aspectos jurídicos y fiscales*, Buenos Aires, 2003, p. 21, citado por la CNFed. Civ. Com., sala I, 3/10/2006, "Johnson y Johnson de Argentina SA c. Deutsche Bank SA s/cumplimiento de contrato", voto de la Dra. Najurieta.

(70) Daga, Gabriel A., op. cit., p. 190, nro. 60; Suárez, A., *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Madrid, 1998, ps. 808-809.

(71) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 201, nro. 62.

de la variación cambiaria, fijando por anticipado el tipo de cambio que se aplicará en el momento en que se reciba la divisa comprada. En el segundo caso, un inversor que piensa que una moneda extranjera aumentará en relación con otra moneda, puede especular tomando una posición larga en un contrato a plazo (*forward*) sobre dicha moneda extranjera. De forma parecida, un inversor que opina que el valor de cierta moneda extranjera caerá puede especular tomando una posición corta en un contrato a plazo (*forward*) de dicha moneda⁽⁷²⁾. Cuando el *forward* se pacta con finalidad de cobertura es para protegerse de una evolución desfavorable de un tipo de cambio dado, pero renunciándose al beneficio de una eventual evolución desfavorable⁽⁷³⁾.

8.2. SWAPS

El *swaps* es una transacción financiera en la cual dos partes contractuales acuerdan intercambiar extremos de pagos (cargas financieras) o cobros (activos) en el tiempo. Las partes deben tener interés directo o indirecto en intercambiar la estructura de sus deudas, a la vez que cada parte del contrato obtiene, gracias al *swaps*, un coste de su obligación más bajo⁽⁷⁴⁾. La forma más normal de *swaps* es la relativa a los tipos de interés, por ejemplo, referentes a deudas contraídas en virtud de contratos de préstamo anteriores, debido al hecho que las formas de pago pactadas en el contrato de origen han dejado de ser convenientes. De esta suerte, si la deuda que una parte ha contraído bajo ciertas condiciones que ya no desea —como, por ejemplo, es deudora a un tipo de interés fijo y prefiere que el interés sea variable—, se opone a la deuda que la otra parte ha asumido y que no quiere mantener —por ejemplo, es deudora del mismo monto del capital a un tipo de interés variable, y ahora desea pagar un interés fijo— ambas partes quedarán satisfechas con tan solo cruzar o intercambiarse las operaciones. Gracias a operaciones de este tipo, cada una de las partes se aprovecha recíprocamente de la mejor situación de la otra en un determinado mercado. En efecto, cada empresa se endeuda donde obtenga las condiciones más favorables, no obstante que tal endeudamiento no sea el que más le interese; pero lo pacta con la mira de un posterior intercambio de esa operación por otra que sea de su conveniencia, y que ha sido concertada por otra empresa en iguales condiciones favorables. Debido a que cada empresa obtiene préstamos donde tiene mejores ventajas comparativas, se logra reducir los costos de los préstamos porque ambas partes lograrán un diferencial de mejora con respecto a lo que hubieran conseguido por separado⁽⁷⁵⁾.

8.3. CREDIT DEFAULT SWAPS

Las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (*credit default swaps* o CDS) son instrumentos derivados que permiten la transferencia del riesgo de impago de un instrumento de crédito entre dos contrapartes. La negociación de estos pro-

(72) Hull, J., ob. cit., p. 45.

(73) Daga, Gabriel A., ob. cit., p. 201, nota 28; CNCCom., sala D, 30/4/2007, "Fiat Crédito Compañía Financiera SA c. Poder Ejecutivo Nacional s/amparo".

(74) Ize, J. J., "Los contratos *swaps*", LL del 19/9/1996.

(75) Sandoval López, Ricardo, *Derecho comercial*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1990, t. II, ps. 413 y 414, nro. 369.

Sobre el tema también véase: Hope, A. F., "El *swap* o pase financiero", *Derecho Empresario*, año 3, ps. 117-126, Buenos Aires, 1976; Cabanellas, Guillermo (h), "Aspectos legales e impositivos de las operaciones 'swap' y otras operaciones relacionadas", *Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera*, nros. 9/10, Depalma, 1992, ps. 333-350; Duce Sánchez De Moya, I., "El contrato *swap*", RDCO 1995-B-179 a 188.

ductos se lleva a cabo, fundamentalmente, de forma bilateral en mercados no regulados (*over-the-counter*, OTC). En la tipología más común de estos contratos, la parte compradora, mediante el abono de una prima al vendedor, obtiene de este último el compromiso de abonar la diferencia entre el valor contractual del crédito o bono subyacente al que va referido el CDS y su valor de mercado, en el caso de que se produzca un evento de crédito. Esta última circunstancia puede revestir distintas manifestaciones con diversos grados de intensidad según la naturaleza del crédito cubierto, incluyendo la quiebra del emisor del activo de referencia, el impago puntual de las obligaciones de pago así como la reestructuración de la deuda. De este modo, el comprador de un CDS cubre el riesgo de crédito del activo de referencia aunque, al mismo tiempo, asume un cierto riesgo de contraparte relativo al vendedor del contrato, ya que en caso de que se produzca un evento de crédito, la protección efectiva que brinda el CDS depende de la capacidad o disponibilidad de este último para cumplir sus obligaciones⁽⁷⁶⁾.

IX. ASPECTOS CONCURSALES

9.1. OPERACIONES AL CONTADO

Lo dispuesto por el art. 153 de la ley 24.522 resulta inaplicable a las operaciones al contado, sea que ellas sean al contado *stricto sensu* (o sea, para ser liquidadas el mismo día) o al contado a días, porque de otro modo se incurriría en una interpretación análogica de una norma que constituye una regulación excepcional. Y es que, aunque pudiera decirse que el contrato al contado a días es, antes que un contrato al contado *stricto sensu*, un contrato a término en el sentido del citado art. 153, lo cierto es que no puede perderse de vista que se atribuye a la expresión contrato "a término" una significación especial, que resulta del contraste con la expresión "al contado", por lo que, la variable extensión del tiempo que discurre entre el momento de la conclusión y el momento de la ejecución del contrato (criterio cuantitativo) adquiere una importancia jurídica relevante. Sería sobrepasar la *mens legis*, extender la antes referida norma a los contratos al contado a días, y aun equivaldría prácticamente a abolir expresamente toda diferencia entre el contrato a término y el contrato al contado. Por consiguiente, los contratos al contado a días, no se resuelven por causa de quiebra de uno de los contratantes⁽⁷⁷⁾.

Tampoco es afectado por el concurso preventivo.

9.2. OPERACIONES A PLAZO

9.2.1. A plazo firme y pase

Para estas operaciones rige lo dispuesto por el art. 153 de la ley 24.522 según el cual "...La quiebra de una de las partes de un contrato a término, producida antes de su vencimiento, acuerda derecho a la otra a requerir la verificación de su crédito por la diferencia a su favor que exista a la fecha de la sentencia de quiebra. Si a esa época existe diferencia a favor del concurso, el contratante no fallido sólo está obligado si a la fecha del vencimiento del contrato existe diferencia en su contra. En este caso debe ingresar el monto de la diferencia menor, optando entre la ocurrida al término de la

(76) Arce, Óscar - González Pueyo, Javier - Sanjuan, Lucio, *El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2010, Documento de Trabajo nro. 42, p. 13.

(77) Messineo, Francesco, *Operaciones...*, cit. p. 26, nro. 12.

quiebra o al término contractual. Si no existen diferencias al momento de la quiebra, el contrato se resuelve de pleno derecho sin adeudarse prestaciones...”.

En cuanto a la interpretación de tal precepto —relacionado exclusivamente con la quiebra— corresponde remitir a otro lugar⁽⁷⁸⁾.

Es opinable la aplicación del citado art. 153 al concurso preventivo. Entre nuestros autores, Tonón ha postulado su aplicación por analogía⁽⁷⁹⁾. En Italia es el criterio de Di Chio con referencia a lo dispuesto por el art. 76 de la “Legge Fallimentare” de 1942⁽⁸⁰⁾. Pero la cuestión es controvertida por Maffei Alberti y Jorio quienes, también con relación al derecho italiano, niegan que el contrato se resuelva y admiten que pueda proseguir con el concursado⁽⁸¹⁾.

9.2.2. Derivados y pases

En la práctica, los contratos sobre derivados se instrumentan sobre la base de acuerdos marco (*Master Agreement*) preparados por la International Swaps and Derivates Association (ISDA), que contienen disposiciones de carácter general, sin perjuicio de que en ciertos aspectos es modificable en base a negociaciones entre las partes, v.gr., cláusula de *Early Termination* por la que se especifica que ciertos eventos, como la quiebra, llevan a la terminación anticipada de las transacciones, calculándose en ese momento el costo total de reposición; cláusulas sobre *Collateral Margining*, que gobiernan la reducción de la exposición de una contraparte a otra mediante el aporte de garantías o pagos de contado (*repricing*), etcétera. Las transacciones se incorporan al acuerdo marco a medida que las contrapartes intercambian confirmaciones. Es estandarizado y evita el *cherry-picking*, o sea, la intención de aprovechar un momento y tomar lo mejor o solamente lo que más convenga.

Es característica propia de los contratos celebrados bajo el acuerdo marco ISDA, la de prever como estipulación para el caso de concursamiento de una de las partes el derecho de la otra de rescindir unilateralmente la negociación, provocando la cancelación y exigibilidad anticipada de todos los débitos o créditos existentes entre ellas, así como su compensación recíproca, dando lugar al *netting* o “neteo” de diferencias⁽⁸²⁾.

(78) Heredia, Pablo D., *Tratado exegético de derecho concursal*, Ábaco, Buenos Aires, 2005, t. 5, ps. 475 y ss., en las que se examina en profundidad la cuestión.

(79) Tonón, Antonio, *Derecho concursal. Instituciones generales*, Depalma, Buenos Aires, 1988, p. 196.

(80) Di Chio, G., en AA.VV., “Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti”, en *Commentario Scialoja-Branca*, Zanichelli y Foro Italiano, Bologna y Roma, 1979, ps. 257 a 259.

(81) Maffei Alberti, Alberto, *Commentario breve alla legge fallimentare*, CEDAM, Padova, 2000, p. 308, nro. I-3, y p. 689, nro. VIII; Jorio, A., *I Rapporti Giuridici Pendenti nel concordato preventivo*, CEDAM, Padova, 1973, p. 180.

(82) En nuestro país, el “Acuerdo Marco para la Realización de Derivados y Pases” elaborado por la “Argentine Derivatives Association” (ADA) establece en su cláusula 7a, apart. 6°, se entenderá que hay incumplimiento del contrato cuando una “...parte admitiera por escrito su incapacidad de pagar sus deudas, o solicitara su concurso preventivo o su propia quiebra o autoliquidación, o ésta fuera solicitada por un acreedor y no levantada por cualquier causa que fuere, en la primera oportunidad procesal disponible, o si entrara en estado de cesación de pagos en los términos del artículo 78 de la Ley 24.522 o cualquier otra norma que la sustituya o si dicha parte celebrare un acuerdo preconcursal en los términos del art. 69 de la Ley 24.522 o cualquier otra norma que la sustituya...”. En su parte final, la misma cláusula establece que “...de ocurrir un Supuesto de Incumplimiento atribuible a una de las Partes (la ‘Parte Incumplidora’) y el mismo continúe durante cuarenta y ocho (48) horas, la otra Parte (la ‘Parte no Incumplidora’) podrá, mediante notificación al efecto a la Parte Incumplidora, dar por rescindidas todas las Operaciones en vigencia no vencidas a la fecha de la notificación (la ‘Cancelación Anticipada’), con la salvedad que, de ocurrir el Supuesto de Incumplimiento indicados en

Ahora bien, con anterioridad a la sanción de la ley 27.440 la exigibilidad anticipada, compensación y el neteo de diferencias indicado no se entendía admisible como consecuencia de la aplicación prioritaria de los arts. 118, inc. 3º, 130, 143, 144 y 145, de la ley 24.522 frente a las convenciones contractuales⁽⁸³⁾.

Ese panorama fue modificado por la ley 27.440⁽⁸⁴⁾.

De acuerdo con la cual "...Cuando en alguno de los derivados y pases (...) una de las contrapartes se encontrare sujeta a cualquiera de los procedimientos regidos por la Ley 24.522 de Concursos y Quiebras y sus modificaciones (...) no serán de aplicación las siguientes disposiciones: a) Los arts. 20, 130, 143, 144, 145 y 153 de la Ley 24.522 de Concursos y Quiebras y sus modificaciones (...) con respecto al derecho de la parte no concursada o fallida (...) a resolver anticipadamente los derivados y pases, a efectuar compensaciones de todos los créditos y débitos acordados contractualmente, a determinar un saldo neto y a ejecutar los márgenes y garantías correspondientes; b) El art. 118, apart. 2 de la Ley 24.522 de Concursos y Quiebras y sus modificaciones, respecto de la eficacia de los pagos anticipados de deudas bajo derivados y pases cuyo vencimiento, según los reglamentos de los Mercados y/o los acuerdos-marco y/o contratos individuales debía producirse en el día de la quiebra o con posterioridad; c) El art. 118, apart. 3 de la Ley 24.522 de Concursos y Quiebras y sus modificaciones, respecto de la eficacia y ejecución de márgenes y garantías constituidas con posterioridad a la celebración de los derivados y pases en la medida que la obligación de constituir tales márgenes y garantías haya sido acordada antes o en oportunidad de la celebración de los acuerdos-marco o contratos respectivos; y d) el art. 930, inc. f), del Código Civil y Comercial de la Nación, respecto del derecho de efectuar compensaciones..." (art. 190.l).

Conforme a lo anterior, el art. 191 de la ley 27.440 establece que "...tanto la contraparte de aquella parte afectada por cualquiera de los procedimientos falenciales regidos por la Ley 24.522, de Concursos y Quiebras y sus modificaciones, como los terceros a favor de los cuales se constituyan márgenes y garantías respecto de derivados y pases (...) podrán aplicar los mecanismos contractuales de resolución anticipada, terminación, liquidación y compensación y ejecutar los márgenes y garantías por el importe neto que le sea adeudado, conforme con los términos de reglamentos de los Mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores y los acuerdos-marco y contratos individuales, los que serán plenamente oponibles al concurso preventivo, la quiebra, y el acuerdo preventivo extrajudicial, según corresponda, y sin perjuicio de sus derechos como acreedor con respecto al saldo insoluto que pueda corresponder. No será de aplicación el art. 994, segundo párrafo, del Código Civil y Comercial de la Nación, con respecto a los derivados o a cualquier contrato de opción de títulos valores y/o valores negociables. Tampoco será de aplicación su art. 1167 con respecto a los pases o a cualquier pacto de retroventa, de reventa y de preferencia de títulos valores y/o valores negociables...". Por otra parte, si "...de la liquidación del contrato resultase un saldo a favor de la parte que estuviese sujeta a los procedimientos falenciales regidos por la Ley 24.522 de Concursos y Quiebras y sus modificaciones y/o la Ley 21.526 y sus

los puntos (6) (7) y (8) anteriores, la Cancelación Anticipada se producirá de pleno derecho y sin necesidad de notificación alguna a la fecha del acaecimiento de cualquiera de dichos Supuestos de Incumplimiento inmediatamente antes de su ocurrencia...". La cláusula 8va. del referido Acuerdo Marco determina las pautas a las que se sujeta el pago por cancelación anticipada, y la conformación del denominado "monto de compensación". El documento in extenso puede verse en www.ada.org.ar.

(83) Podrez Yaniz, J. A., "Contratos de futuros y situaciones concursales y falenciales", ED 194-1032.

(84) Sobre el tema: Raspall, Miguel A., "Contratos de mercado de capitales frente a los concursos", LL 2018-D-688.

modificadorias y complementarias, la otra parte deberá cancelar los fondos respectivos poniéndolos a disposición del juez interviniente en los casos de concursos preventivos o quiebras o de la contraparte que haya celebrado un acuerdo preventivo extrajudicial, o de la entidad financiera afectada o sus cesionarios según corresponda, en los términos establecidos en los reglamentos de los Mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores y/o de los acuerdos-marcos y contratos individuales de los derivados y pases...”.

En fin, no están sujetos al cumplimiento del art. 138 de la ley 24.522 de Concursos y Quiebras los bienes administrados por entidades reguladas y sujetas al control de la Comisión Nacional de Valores que hayan sido depositados o cedidos en garantía en concepto de márgenes y garantías de derivados y pases concertados y registrados en el ámbito de sus respectivos mercados, los que no integran los bienes del fallido y se registrarán, a todos los efectos y sin necesidad de declaración previa alguna, de conformidad con lo establecido en la ley 20.643 y sus modificaciones (art. 192, ley 27.440).

Las soluciones de la ley 27.440 coinciden con las legislaciones de los países en los cuales existen mercados de productos derivados y de pases desarrollados que permiten, con diversos matices, la liquidación de operaciones de dicha naturaleza por diferencias y que, dentro o fuera de un proceso concursal, la parte no incumplidora puede rescindir o exigir el cumplimiento anticipadamente de las operaciones con derivados y los pases vigentes, en oportunidad del incumplimiento de la otra parte, como también que se compensen los créditos y débitos recíprocos en oportunidad de la exigibilidad anticipada⁽⁸⁵⁾.

.....



(85) Ley de Concursos Mercantiles de México, año 2000, arts. 104 y 105.