

PROVINCIA DE SANTA FE  
CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES  
“ESTUDIO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS  
PARA LA PROVINCIA DE SANTA FE”  
NOVIEMBRE 2022

Autor: “Fundación para los Estudios Internacionales”

Responsable: Pablo Manuel Rossi

Colaborador 1º: Daniel da Silva

Colaborador 2º: Luciano Areste

Colaborador 3º: Federico Rossi

## ÍNDICE

PRÓLOGO_____	Página 2
CAPÍTULO I: Introducción_____	Página 4
CAPÍTULO II: Relevamiento sobre uso de Derivados en el País _____	Página 53
CAPÍTULO III: Desarrollo de casos prácticos_____	Página 78
CAPÍTULO IV: Relevamiento sobre tratamiento impositivo_____	Página 91
CAPÍTULO V: Recomendaciones en materia tributaria_____	Página 153
CAPÍTULO VI: Conclusiones finales_____	Página 157
BIBLIOGRAFÍA_____	Página 160

## **PRÓLOGO**

La actividad agropecuaria es uno de los grandes motores de la economía argentina en conjunto con la industria y el comercio. La trascendencia regional de la actividad agropecuaria es aún mayor. Si vemos el PBI Santafecino gran porcentaje proviene de la actividad agroindustrial. Una parte importante dentro del ecosistema agroindustrial son los derivados agropecuarios y financieros, que se utilizan para la cobertura, especulación de precios internacionales y para fijar precios de venta del producto.

Existen tiempos de cosecha en que los productos no valen lo suficiente traduciéndose en pérdidas para los productores agropecuarios y tiempos de escasez en los que sube demasiado el precio de los productos y los perjudicados son los compradores y consumidores. Ante tamaña volatilidad de los precios del sector, el productor agropecuario necesita encontrar alguna herramienta que le permita diversificar y acotar riesgos de manera eficiente y con bajos costos. Los instrumentos derivados cumplen ese rol. Sin embargo, alcanzar dichos objetivos de manera óptima exige la disponibilidad de instrumentos, mercados líquidos y profundos, regulación y supervisión adecuada, en línea con las mejores prácticas internacionales y con el respaldo jurídico legal que brinde garantías en las operaciones.

### ¿Qué son los derivados?

Un instrumento derivado es un instrumento financiero cuyo valor “deriva” del precio de otro activo el cual suele denominarse activo subyacente. Una diferencia importante entre un instrumento financiero tradicional (acciones, bonos) y un instrumento derivado se da en la formación de precio. Mientras que en los primeros la formación de precios se da por la interacción de la oferta y la demanda sobre el activo, en los instrumentos derivados el precio se desprende básicamente del activo objeto del contrato. Dentro de esta categoría encontramos entre muchos otros a los futuros, los forwards, las opciones y los swaps.

Entre los instrumentos derivados, los futuros y las opciones son los derivados que se negocian en ROFEX<sup>1</sup> y les permiten a los productores cubrirse de movimientos desfavorables en los precios de su producción.

---

<sup>1</sup> ROSARIO FUTURES EXCHANGE

Un contrato de futuro es un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio determinado. El comprador de un contrato de futuros se dice que está “largo” o “comprado” mientras que el vendedor se dice que está “corto” o “vendido” en futuros.

Las herramientas y ventajas que brindan la utilización de estos productos son muchísimas, por ejemplo, permitir a los productores asegurar precio de venta y la industria, compradora de cereales, asegurar precio de compra. Además, presentan la particularidad de ser muy versátiles, siendo que pueden ser usadas por cualquier eslabón de la cadena agroindustrial, hablamos de productores, Industria molinera, crushing y exportadores, como así también pueden ser utilizados por terceros fuera del rubro, como ser inversores y entidades financieras.

La comprensión de los instrumentos derivados muchas veces resulta dificultosa por su alto grado de abstracción, su propio funcionamiento intrínseco y la necesidad de conocimiento técnico específico, por lo que creemos que el conocimiento de los mismos es necesario para su uso y agregado de valor a la comunidad en su conjunto. Igualmente, resulta sumamente importante el conocimiento por parte de las administraciones tributarias tanto nacionales, provinciales y municipales para lograr una tributación justa y eficiente de los mismos. La dificultad en el entendimiento de estos instrumentos condiciona a la hora de aplicar una política tributaria adecuada. Esta duda surge generalmente en determinar el hecho imponible y si el tributo se debe aplicar sobre el valor nominal<sup>2</sup> o el valor efectivamente cobrado del derivado.

Por todo lo antes expuesto, se sugiere ahondar en el aprendizaje de los instrumentos derivados tanto financieros como no financieros para la provincia de Santa Fe, buscando comprender su naturaleza, utilización, ventajas y desafíos a la hora de su tributación, para que los responsables de la administración tributaria provincial cuenten con todas las herramientas necesarias para comprender este tipo de operaciones, que se pretenden estudiar a través del presente.

---

<sup>2</sup>1 valor nominal del contrato, también conocido como el valor del contrato, es la **expresión financiera de la unidad del contrato y el precio actual del contrato de futuros**

## **Capítulo I: “INTRODUCCIÓN”**

Actualmente, el mundo de los mercados financieros se encuentra en una situación incierta donde la confianza ha quedado en el olvido. Los diversos agentes económicos en general, buscan una cobertura a todo tipo de contingencias posibles, y es aquí donde cobra importancia el papel de los derivados financieros.

A primera vista parecen instrumentos complejos, pero podemos encontrarnos con derivados tan simples como un contrato de aprovisionamiento donde se negocia a día de hoy el precio de las mercaderías que se intercambiarán a lo largo del contrato. Sin embargo, a pesar de la simplicidad del ejemplo, existen instrumentos con mayor nivel de complejidad.

Los derivados tienen muchas implicaciones y forman parte de la vida cotidiana, aunque no siempre se denominen como tales, persiguiendo finalidades como la cobertura, principalmente, aunque también otras como la especulación o el arbitraje; además a estos productos se les atribuye un papel relevante en la expansión de la crisis financiera de 2007.

Para tener una idea más aproximada de la importancia de estos instrumentos, en este documento se busca ahondar en el mundo de los derivados para entender su funcionamiento y sus implicaciones en la actualidad, intentando realizar este abordaje desde un punto de vista objetivo, práctico, sencillo de comprender y especialmente enfocado a la administración tributaria de la Provincia de Santa Fe. Para ello, primero se realiza una revisión teórica de los fundamentos. Acto seguido, se efectúa un relevamiento de datos correspondiente a la negociación de derivados, centrado principalmente sobre el mercado Argentino por ser nuestro entorno más cercano y en comparación con otros mercados internacionales de relevancia. Posteriormente se llevará a cabo el desarrollo de dos casos prácticos de implementación de derivados para agentes económicos representativos de la economía provincial. Por último, se relevará el tratamiento fiscal que otros entes recaudadores dan a los instrumentos derivados para finalmente presentar recomendaciones y conclusiones donde brevemente se sintetizan los resultados obtenidos.

### **1.1. Instrumentos Derivados: Conceptos**

Son diversos los autores que recogen la definición de derivado financiero, por lo tanto conviene comenzar haciendo una revisión de diferentes fuentes como acercamiento al concepto. Así, Haro (Haro, 2005) hace hincapié en las notas básicas de este tipo de productos cuando dice que “los instrumentos derivados son contratos cuyo precio depende del valor de un activo que se cotiza en el mercado de contado y que es comúnmente denominado como el ‘bien o activo subyacente’ de dicho contrato”. Por su parte, Hull (2006) afirma que un derivado puede ser definido como un instrumento financiero cuyo valor depende de otro denominado activo subyacente (a menudo siendo los precios de los activos negociados).

La Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board) considera derivado a un instrumento financiero que reúna las siguientes características: su valor cambia en respuesta a variaciones en el precio de un subyacente (pudiendo ser este tipos de interés, tipos de cambio, precio de commodities o índices de precios); habitualmente no requiere una inversión inicial neta (no obstante, si se diese el caso de requerirla, la cuantía sería inferior a la que se demandaría en otro tipo de contratos con una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado); y, por último, se liquida en una fecha futura (Chorafas, 2008).

Por lo tanto, puede concluirse que un derivado es un contrato relativo al precio de un activo subyacente, de cuya evolución depende su resultado, y que tiene unas implicaciones contractuales con vencimiento en el futuro.

### **1.2. Un poco de historia**

A través de los siglos, así como de las culturas, se han visto muestras de distintos tipos de derivados que, tras evolucionar, se han convertido en los instrumentos con los que actualmente se trata. La primera aparición conocida se produjo en la antigua Grecia, de la mano de Tales de Mileto (Chorafas, 2008).

En la Edad Media se originaron los mercados de futuros, principalmente para cubrir las necesidades de agricultores y negociantes, ofreciendo así a cada parte una manera de eliminar el riesgo debido a la incertidumbre del precio futuro del producto (Hull, 2014).

Japón, en el siglo XVII, fue otro ejemplo del uso de estos instrumentos, pues en aquel entonces los japoneses feudales vendían arroz para entregas futuras (Haro, 2005). Del mismo modo, en el siglo XIX, en Reino Unido y sobre todo en Estados Unidos, también se presentaron variantes de este tipo de operaciones (Conde Amo & Conde López, 2003).

En 1848 se creó el primer mercado organizado, el Chicago Board of Trade (CBOT), donde se podían comprar y vender diversos productos derivados (Haro, 2005); pero fue a partir de 1970 cuando comenzaron a tener relevancia a causa de la alta volatilidad de los mercados financieros en los tipos de interés, cotizaciones de divisas y precios del petróleo, entre otras circunstancias (Conde Amo & Conde López, 2003). Este particular contexto fue propicio para la aparición del Chicago Mercantile Exchange, que en 1972 inició la negociación de futuros en divisas (Hull, 2014).

En cuanto al uso de contratos de opciones, el comienzo se remonta al siglo XVII en Holanda, donde los comerciantes de tulipanes adquirían opciones de compra para cubrirse contra la posible subida de precios. Gracias a esta modalidad de compra adquirían el derecho, que no la obligación, de comprar el producto a un precio preestablecido.

En épocas más recientes, alrededor de 1970, aparecieron en Estados Unidos los primeros contratos de opciones, lo que llevó a la creación del Chicago Board of Options Exchange (CBOE) tres años después, siendo el primer mercado organizado en el que se negociaron este tipo de contratos (las opciones sobre acciones y los índices de acciones fueron los instrumentos con los que primero se operó) (Haro, 2005). Y unos años más tarde, en 1975, las Bolsas de Valores Americana y de Filadelfia comenzaron a negociar los mismos tipos de opciones (Hull, 2014). En Europa estos mercados se desarrollaron en la década de 1980, estableciéndose en un principio el London Trade Options Market y el European Options Exchange (Conde Amo & Conde López, 2003).

En cuanto a la situación de Argentina, los altos niveles de inflación, los costos financieros implícitos en las operaciones, la intervención del gobierno en el mercado y otros factores de carácter cultural o el mero desconocimiento, limitaron el desarrollo de un mercado unificado de derivados financieros, ocasionando que los operadores de granos en particular no utilizaran éstos instrumentos financieros.

Desde 1995 se ha intentado crear un mercado de futuros y derivados que contemplen no solo a nivel local sino, también, a nivel internacional comercializar productos como “interest swap”, índices bursátiles, etc. Con éste propósito existieron en nuestro país varios proyectos, entre ellos: Mercado Argentino de Futuros y Opciones ( MAFO): la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Mercado de Valores de Buenos Aires y el “Chicago Board of Trade” firmaron en diciembre de 1995 un Memorándum de Entendimiento y un Programa de Asistencia Técnica. Luego de un trabajo conjunto para determinar la potencialidad del mercado, en septiembre de 1996 se firmó el segundo Memorándum de Entendimiento con el “Chicago Board of Trade”. El nuevo mercado de Futuro y Opciones-M.A.F.O.- prevé la creación de dos sociedades diferentes y legalmente independientes; a) El Mercado propiamente dicho, y b) La Cámara de Compensación. El objetivo de conseguir apoyo y participación de la comunidad financiera internacional hoy parece muy lejano, porque no habría bases de integridad y seguridad para el nuevo mercado, como también la crisis general ha estancado este proyecto pero no lo ha archivado definitivamente.

Proyecto para la creación de un mercado de futuros de tasas de interés; la moción se realizó en marzo de 1999 a partir de una propuesta al presidente de la Comisión Nacional de Valores, Guillermo Harteneck, el cual sería operado por el Mercado a Término de Buenos Aires-M.A.T.B.A.- entidad que negocia contratos similares aunque sólo con materias primas. Argentine Future Exchange “ARFEX”, este proyecto en su momento fue aprobado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se encontraba en proceso de aprobación por la Comisión Nacional de Valores. Se intentó dar origen a un nuevo mercado de derivados en la Argentina, esta propuesta establecía distintas categorías de agentes (habría negociadores, compensadores, hacedores de mercados, remotos y locales) se esperaba que opere con contratos de futuro, opciones, swaps sobre índices y otros derivados de bonos públicos. Este proyecto se diferencia en la inexistencia de una cámara compensadora independiente para las operaciones.

Como se observa, si bien existieron numerosos proyectos en la práctica todavía no se han observado ninguna de las propuestas mencionadas.

En la actualidad se encuentran activos dentro del país, en la provincia de Santa Fe, el Mercado a Término de Rosario (ROFEX), creado en enero de 1910, y modificado en su estatuto el 8 de noviembre de 1996, y que tiene por objetivos:

a) Organizar y reglamentar la negociación de contratos de compra-venta y de contratos de futuros de productos primarios o elaborados, de origen animal, vegetal o mineral, monedas, activos financieros e índices representativos.

b) Garantizar el fiel cumplimiento y liquidación de los contratos.

c) Registrar y compensar contratos de opciones sobre futuros, y opciones sobre futuros de cualquiera de los productos o activos mencionados en a)

Por otra parte, el Mercado a Término de Rosario S.A., no solo realiza negociaciones en el recinto de la Bolsa de Comercio de Rosario, sino que ha implementado el reglamento del servicio de concertación electrónica de operaciones contratos de futuros y opciones sobre futuros. A todos los agentes de la cadena de comercialización (corredores, productores agrícolas, acopiadores, industriales, exportadores, cooperativas, etc.) les está permitido operar a través de cualquier agente habilitado por este Mercado. Un avance importante del año 1993, que iguala este mercado al Chicago Mercantile Exchange, incorporó el contrato de futuros de soja con “cash settlement” denominado Índice Soja Rosafé y al día de la fecha uno de los principales productos que se comercializan en ROFEX es el contrato de futuro de dólar.

Mercado a término de Buenos Aires (MATBA), en 1907 se fundó el Mercado de Cereales de Buenos Aires, bajo la forma de sociedad anónima con el objeto de registrar y garantizar independientemente de las partes el cumplimiento de las operaciones que se realizan por su intermedio. Este mercado trabaja sobre productos agrícolas y está autorizado para operar en tasas de interés. Suministra información nacional e internacional para lograr la libre formación de precios y sus cotizaciones diariamente dan referencia del precio de sus productos, en consecuencia, los exportadores argentinos cuentan con los elementos necesarios para saber cuáles son las demandas mundiales comparándolas con los precios internos. Esto es trascendente, ya que nuestro país es un gran exportador de granos. Como característica se señala que no comercializa granos, sino que ofrece las siguientes alternativas:

□ Contratos Futuros: De trigo, de maíz, de girasol, de soja e Índice de trigo argentino (I.T.A.).

□ Opciones: sobre contratos de futuro de trigo, de maíz, de girasol, de soja y de índice de trigo (I.T.A.).

Cabe destacar que más adelante dentro de este capítulo, trataremos la fusión que se dio entre estos dos mercados finalizada en 2019.

### **1.3. Usos de los instrumentos derivados.**

Los derivados surgieron, en un primer momento, como instrumentos para otorgar cierta protección o cobertura frente a las fluctuaciones que experimentaban los precios, pero también para asegurar al productor la venta y así conseguir reducir la incertidumbre y el riesgo (Conde Amo & Conde López, 2003). A medida que transcurrieron los años y se vislumbraron las posibilidades que estos instrumentos conferían, se abrieron nuevas posibilidades de uso pudiendo distinguir actualmente, tres finalidades básicas.

**Cobertura:** Una operación de cobertura consiste en adquirir un producto derivado de modo que se elimine o se reduzca el riesgo de otra operación como consecuencia de las fluctuaciones del precio de mercado. En una operación de cobertura se contrata o se vende un subyacente, sea financiero o no, de tal modo que su derivado tenga una posición opuesta. Esto origina una compensación de los resultados de un mercado frente al otro buscándose, además, una pequeña rentabilidad de la operación de compensación. La postura general a adoptar sería tomar una posición compradora (larga) en el mercado spot y cubrirse con una posición vendedora (corta) en el mercado de futuros y viceversa. Hay que tener en cuenta que si los instrumentos financieros, derivado y subyacente, han de referirse al mismo ítem, deben tener evoluciones contrarias. Ariza (2015, pp. 14) muestran algunos ejemplos de cobertura.

- Si tenemos una cartera de renta fija, renta variable y divisas, el riesgo a cubrir sería la caída de las cotizaciones y la operación de cobertura sería la venta de futuros sobre los activos a cubrir y la compra de opciones put.
- Si tenemos expectativas de adquirir a corto plazo una cartera de renta fija, renta variable y divisas, el riesgo a cubrir sería la subida de las cotizaciones y la operación de cobertura sería la compra de futuros sobre los activos a cubrir y la compra de opciones call.

**Especulación:** En un ámbito financiero, la especulación es el conjunto de operaciones que persiguen un beneficio económico aprovechando las fluctuaciones de precios mediante la inversión de un capital. En otras palabras, podría decirse que la especulación persigue comprar barato y vender caro. Es característico del especulador que los productos financieros se utilizan para

conseguir beneficios sin ningún otro tipo de argumentación. En el caso concreto de los derivados financieros el especulador habrá de tener en cuenta el alto grado de apalancamiento como ocurre con los futuros. Además, el exceso de especulación en torno a un producto aumenta su precio con lo que su caída puede ser relativamente rápida ya que se encontraba “inflado”.

**Arbitraje:** El arbitraje es una estrategia financiera que consiste en aprovechar la diferencia de precio entre diferentes mercados sobre un mismo activo financiero para obtener un beneficio económico, normalmente sin riesgo. Para realizar arbitraje se realizan operaciones complementarias, esto es, comprar y vender al mismo tiempo y esperar a que los precios se ajusten. El arbitraje aprovecha la divergencia para obtener una ganancia libre de riesgo. Entonces, un arbitrajista se posiciona en corto, esto es, vende, en el mercado con mayor precio y se posiciona en largo, esto es, compra, en el mercado con menor precio. Obviamente, el beneficio vendría dado por la diferencia de precios entre ambos mercados.

#### **1.4. Función Económica-Social de los derivados.**

La función más notoria de los instrumentos derivados es facilitar la redistribución de la exposición al riesgo de precio de los bienes entre los participantes del mercado. Sin embargo, estos precios de futuros también desempeñan una importante función informativa para los productores, distribuidores, consumidores, gobiernos, etc. A su vez, los contratos de futuros ofrecen un medio de protegerse contra el riesgo precio relacionado con el almacenamiento de un producto; de ese modo permiten separar la decisión de guardar físicamente un producto y la de exponerse al riesgo financiero de los cambios de precio. Supongamos un ejemplo sencillo, falta un mes para la cosecha y un productor tiene en stock una tonelada de soja de la campaña pasada. El precio spot de la soja es USD300 y el precio de futuros para entregar dentro de un mes es F. El productor puede cubrirse contra la exposición al cambio de precio: 1) vendiendo la soja en el mercado spot a USD300 y entregándola inmediatamente o 2) vendiendo en corto un contrato de futuros al precio F y entregando la soja al cabo de un mes. En ambos casos tendrá la certeza del precio que recibirá por la soja. Continuando con la suposición, el costo de almacenar físicamente la soja, es de USD15 por mes. El productor escogerá la alternativa 2) y conservar la soja un mes más sólo si F es mayor que USD315.

Ahora supongamos que según las estimaciones, la siguiente cosecha será abundante. De ser así, en una situación de equilibrio el precio de futuros de soja puede ser menor que el precio spot actual, y a ninguno le convendrá almacenarlo de una campaña a la siguiente, aún cuando el costo de ello sea cero. El precio del instrumento derivado suministra información a todos los agentes de la cadena, incluso a quienes no realizan operaciones en los mercados en sí.

Otra función importante dentro de las funciones sociales de los instrumentos derivados es el papel que juegan los especuladores. Si bien, en principio los instrumentos derivados fueron creados para dar respuesta a ciertos agentes económicos específicos que participan en las cadenas productivas, no significa que otros queden excluidos del mercado. Se le da el nombre de coberturistas (hedger) a cualquiera que utilice un contrato derivado para aminorar el riesgo. Pero en gran medida los contratos derivados son realizados por especuladores, que adoptan posición en el mercado a partir de su pronóstico del precio spot futuro. Los especuladores no tratan de reducir la exposición al riesgo, por lo cual participan en el mercado con el fin de obtener una ganancia. Por lo general recopilan y analizan información para intermediar a través del uso de instrumentos derivados, basándose en sus pronósticos.

Para algunos críticos, la actividad especulativa en los mercados de derivados carece de valor social. En efecto, a veces se lo considera la versión de las apuestas en la economía y situación provocadora de grandes “burbujas”. Sin embargo, la participación de los especuladores hace que la predicción de los precios futuros sea más certera y la ventaja principal de su accionar es adoptar posiciones contrarias a los coberturistas, debido a que no sería sencillo encontrar otros hedgers que lo hagan. De ese modo, su actividad hace a los mercados de derivados más líquidos de lo que serían sin su intervención. En conclusión, la presencia de especuladores se convierte en una condición necesaria para que existan los mercados de instrumentos derivados.

Finalmente, podemos mencionar como otro aporte social de los instrumentos derivados al hecho de que algunas veces pueden aportar información sobre las expectativas de los inversionistas referentes a los precios spot futuros. Esta afirmación se basa en que el precio futuro refleja lo que, según las expectativas de los inversionistas, será el precio spot en la fecha de finalización del contrato, de ahí deviene la posibilidad de recuperar ese precio futuro esperado y de utilizarlo como fuente de información.

## **1.5. Tipos de Instrumentos Derivados.**

El siguiente apéndice fue elaborado en base al libro Hull, J.C (2008).  
“Introducción a los mercados de futuros y opciones”.

### **1.5.1. Forwards.**

Un contrato a término o forward es un acuerdo entre dos partes en el que ambas se comprometen a comprar o vender el activo subyacente a un precio determinado (precio a plazo), en la fecha especificada (plazo de entrega) en el futuro y la transacción se produce en esa fecha. Equivale a un contrato privado donde tanto el comprador como el vendedor pueden negociar todos los aspectos del mismo. Por lo general es un acuerdo entre un cliente empresarial y una institución financiera. Estos contratos pueden celebrarse por cualquier suma y vencimiento, según las necesidades del cliente y además son un instrumento de mercado líquido que se puede ajustar o liquidar, si fuera necesario. Este tipo de operaciones normalmente no se lleva a cabo a través de una bolsa, y no existen autoridades de intermediación ni leyes específicas. La liquidación del contrato puede ser de dos maneras:

- Entrega física del activo en la fecha acordada “Physical Delivery” .
- Entrega mediante compensación en efectivo “Cash Delivery”.

#### **Funcionamiento**

Para comprender el mecanismo del contrato forward la mejor manera de explicarlo es a través de un grafico; no obstante antes se realizan las siguientes aclaraciones en cuanto a la simbología a utilizar:

$F(t;T)$ : Es el precio a plazo del forward con tiempo  $t$  con vencimiento a tiempo  $T$ .

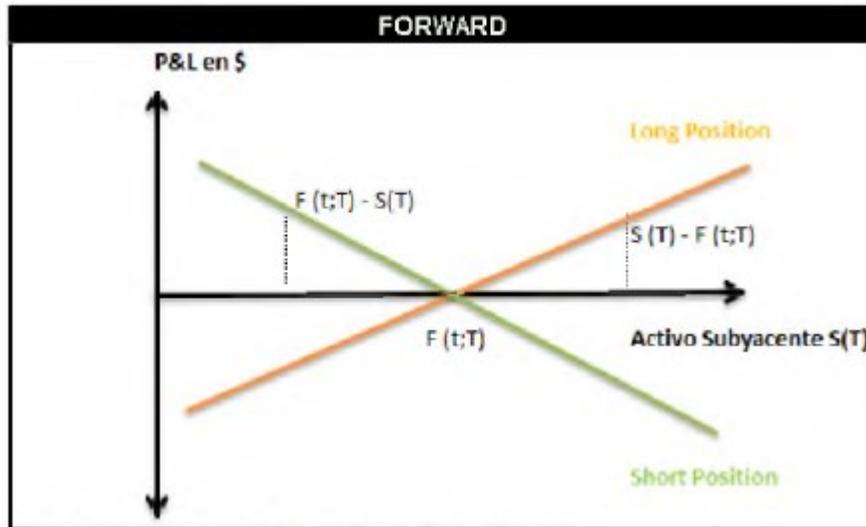
$S(t)$ : Es el precio del subyacente a tiempo  $t$ .

$S(T)$ : Es el precio del subyacente a vencimiento del contrato, el cual es incierto al periodo  $t$ .

P&L Long position: Beneficio del contrato de la posición compradora. =  $[(S(T) - F(t;T)] * \text{Notional}$ .

P&L Short position: Beneficio del contrato de la posición vendedora. =  $[(F(t;T) - S(T)] * \text{Notional}$ .

Notional: Es la cantidad o lote del subyacente adquirido en el contrato.



Como se observa en la figura, en el caso de quien adquiere la posición compradora (long position) se beneficia cuando el precio del activo subyacente  $S(T)$  al vencimiento del contrato es superior al precio pactado  $F(t;T)$ . Cuanto mayor es el precio en el mercado del activo a fecha de vencimiento mayor será su ganancia; esto es así debido a que la posición compradora adquiere el activo subyacente a un precio menor el activo en cuestión mediante el contrato de forward y luego lo vendería al precio de mercado obteniendo el diferencial como ganancia. En Resumen la ganancia total será de  $P\&L \text{ Long position} = S(T) - F(t;T) \times \text{Notional}$ .

A la inversa sucede en el caso de la posición vendedora (short position), la cual se beneficia si a la fecha de vencimiento del contrato el precio del activo subyacente en el mercado  $S(T)$  es menor al pactado en el contrato de forward al vencimiento  $S(t;T)$ , ya que en este caso la parte vendedora podría vender el activo subyacente a un precio más alto que el del mercado a través del forward y luego volver adquirir el activo subyacente a un precio menor, obteniendo un diferencial como ganancia. En resumen la ganancia total será de  $P\&L \text{ Short position} = (F(t;T) - S(T)) \times \text{Notional}$ .

El único caso en donde ninguna de las dos posiciones obtiene ganancias es en el caso en donde el precio del subyacente al vencimiento  $F(t;T)$  sea exactamente igual al precio acordado en el forward  $S(T)$ .

### **1.5.2. Futuros.**

Los contratos de futuros son contratos estandarizados (cantidad, fecha de vencimiento, monto) que se negocian en mercados organizados (MMOO), para comprar o vender el subyacente en una fecha determinada en el futuro a un precio determinado que se fija en la fecha de compra. En este caso hay tres partes ya que interviene como intermediario un organismo de contralor “Clearing House” la cual avala y funciona como cámara compensadora mitigando el riesgo crédito de que una de las partes no pague.

Las características principales de los contratos de futuros son:

- Estandarizados.
- Se negocian en el ámbito de mercados institucionalizados (MMOO).
- Los datos de las transacciones concertadas son registrados diariamente y difundidos públicamente.
- Una vez registradas las transacciones, las partes pierden identidad, y el mercado o la cámara compensadora, asume la posición de la contraparte.
- Todos, en la misma serie, tienen un mismo monto o unidad de negociación, fecha de vencimiento, márgenes de garantía (inicial y por diferencias), porcentaje de fluctuación máxima diaria admitida.
- Diariamente, al finalizar las ruedas de negociación, cada contrato tiene un precio de ajuste o precio de cierre que deriva de los precios registrados al finalizar la rueda de ese día y que se utiliza para determinar los márgenes de variación diaria.
- Antes del vencimiento, la parte puede cancelar la posición tomada, realizando la operación inversa.
- Al garantizar la operación el mercado o cámara compensadora, no hay riesgo por incumplimiento de la contraparte, sólo el riesgo -más remoto- de incumplimiento del mercado o de la cámara.
- Al vencimiento de la transacción, dependiendo del diseño del contrato de futuros, puede cancelarse por la entrega del activo subyacente o por la entrega en dinero de la diferencia entre el último precio de ajuste y el índice desarrollado por el mercado o por terceros.

#### **Especificación de los contratos de futuros**

Cuando se introduce un nuevo contrato, el mercado debe especificar con detalle la naturaleza exacta del acuerdo entre las partes. La regla general es que

la parte vendedora es quien decide sobre las especificaciones del subyacente, el tamaño del contrato, la disposición de entrega, el tiempo y demás cuestiones. A continuación se explica de manera sintética cada una.

- **El activo:** Cuando el activo es una mercancía pueden darse una gran variedad de calidades disponibles. Es por lo tanto imprescindible que el mercado estipule de manera detallada y precisa la calidad aceptada respecto del subyacente. Por ejemplo, el “New York Cotton Exchange” ha especificado que el activo en su contrato de futuros sobre el jugo de naranja sea: Calidad US Grade A, con un contenido de azúcar no inferior a 57 grados, con ratio de azúcar/acidez no inferior a 13 y no superior a 19, con factores de color y sabor superior a 37 puntos, con una puntuación mínima (mínimum score) de 94. En el caso de algunas mercancías se aceptan diferentes calidades a la hora de la entrega, ajustando el precio recibido a la calidad efectivamente escogida. Cuando se refiere a los activos financieros, por lo general, están bien definidos y sin ambigüedades.

- **El tamaño del contrato:** El tamaño del contrato especifica la cantidad del activo que se debe entregar con un único contrato. Esta es una decisión importante del mercado. Por ejemplo, el contrato de dólar futuro de Matba-Rofex está especificado en USD1.000 por contrato.

- **Cotizaciones:** Los precios de las cotizaciones de los futuros se publican de forma práctica y fácil de entender. Por ejemplo, el precio del futuro del petróleo (crudo) en el “New York Mercantile Exchange” se publica en dólares por barril aproximando dos decimales. Los precios de contratos de futuros sobre bonos y letras del tesoro se publican en dólares y el de los commodities por tonelada. A continuación se expone la cotización para dólar futuro extraída del portal del diario ámbito de Argentina a una fecha cerrada.

CONTRATO	COMPRA	VENTA
Dólar Diciembre 2022	178.25	178.27
Dólar Enero 2023	191.35	191.4
Dólar Febrero 2023	203	203.15
Dólar Marzo 2023	215.5	216
Dólar Abril 2023	227.05	227.9
Dólar Mayo 2023	240	241.95
Dólar Junio 2023	252.5	254.85

Debajo también presentamos gráfica de la rueda de Matba-Rofex en tiempo real al momento de la extracción de la información.

Instrumento	Vol.C	Compra	Venta	Vol.V	Min	Máx	Range	Int. Abierto
Dólar USA Contratos: 85.071 Interés abierto: 3.629.905								
DLR/DIC22	200	178,15	178,25	211	178,16	178,45		2.393.409
DLR/DIC22A	1.000	178,23	178,25	1.000	178,15	178,30		2.393.409
DLR/ENE23	105	191,35	191,45	732	191,35	191,40		603.455
DLR/ENE23A	3.000	191,35	191,45	6.000	191,30	191,40		603.455

En la figura podemos ver diferentes conceptos que trataremos de explicar:  
 Instrumento: Se encuentra el ticker que el mercado le otorga al tipo de contrato para su reconocimiento, por ejemplo en primera línea contrato de dólar futuro con vencimiento diciembre 2022.

Precios de compra, venta y volumen operando desde la apertura de la rueda.

Máx. Price: Precio más alto negociado en la jornada.

Min. Price: Precio más bajo negociado en la jornada.

Int. Abierto (Open Interest): La última columna muestra el interés abierto para cada contrato. El interés abierto es el número total de contratos pendientes, es decir la suma de todas las posiciones de largo, o su equivalente, la suma de todas las posiciones de corto. Debido a problemas de recopilación este dato siempre aparece con un día de retraso respecto a la información relativa al precio.

### Cámara Compensadora (clearing house)

Se crea un evidente riesgo si dos inversores se ponen directamente en contacto y llegan a un acuerdo de compra-venta futura de un activo a un cierto precio. Uno de los inversores puede arrepentirse del acuerdo e intentar echarse atrás. Por otro lado, podría ser también que el comprador simplemente no dispusiera de recursos financieros para responder al contrato privado. Uno de los papeles clave del mercado organizado es gestionar las transacciones de forma que los contratos incumplidos sean los mínimos posibles. Aquí es donde entra a jugar la cámara compensadora (Clearing House-CH), la cual es un departamento organizado del mercado que actúa como órgano mediador en las transacciones. Las funciones principales de la CH son las siguientes:

- Ser contraparte jurídica de los contratos, convirtiéndose en compradora de todos los vendedores y en vendedora de todos los compradores.
- Administrar un sistema de garantías.

La cámara compensadora tiene un cierto número de miembros. Los agentes que no son miembros deben si o si canalizar sus operaciones a través de esta, durante la jornada de negociación la CH realiza un seguimiento de todas las transacciones que han tenido lugar y así poder calcular la posición neta de cada uno de sus miembros. En Argentina la única cámara compensadora es ARGENTINA CLEARING la cual está constituida como una sociedad cuyo objetivo fundamental es la de liquidar, compensar y garantizar las operaciones del mercado futuro. A continuación se plantea el siguiente esquema para comprender mejor la cuestión:



Nótese como el vendedor no tiene contacto directo con el comprador sino que ahora la contrapartida de ambos es la cámara de compensación (Argentina Clearing House).

Para ilustrar cómo funcionan las garantías, se considera que un inversor contacta con su agente el jueves 10 de noviembre para la compra de dos contratos de futuros sobre oro para diciembre en el (Matba-Rofex). El precio actual del futuro es de USD1.300 por onza. Como el tamaño del contrato es por 100 onzas, el inversor habrá contratado un total de 200 onzas a ese precio (2 contratos). El agente exigirá al inversor un depósito de fondos en lo que se denomina cuenta de garantía (margin account). La cantidad que debe ser depositada en el momento en que se entra al contrato se denomina depósito de garantía inicial. Supongamos que este es de USD2.000 por contrato, USD40.00 en

total por ambos. Al finalizar cada día de negociación la cuenta de garantía es ajustada para reflejar las ganancias o las pérdidas del inversor. A esto se llama ajuste al mercado (marking to market). Suponiendo, por ejemplo, que antes del final del día 10 de noviembre el precio del futuro ha caído de 1.300 a 1.297 dólares. El inversor tendrá una pérdida de 200 onzas x 3 dólares o de USD600. Esto ocurre porque las onzas que se contrataron a 1.300 dólares. Ahora solo pueden venderse a 1297. El saldo de la cuenta de garantía por lo tanto se vería reducido en 600 dólares para llegar a USD3400. De forma similar, si el precio aumenta a USD1303 para el saldo de la cuenta de garantía en este caso se vería incrementada en US\$ 600 hasta US\$4600. Debe notarse que la liquidación de pérdidas y ganancias no es el resultado de un acuerdo entre el agente y cliente.

Cuando hay una baja de 600 dólares en el precio del futuro de forma que la cuenta garantía de un inversor con una posición larga (comprador) se reduce en 600 dólares, el mercado traspasará los 600 dólares al agente inversor de posición corta (vendedor). De forma similar, cuando hay un incremento en el precio del futuro, los agentes de las partes contratantes en posición corta pagan dinero al mercado y los agentes de la posición larga reciben ese dinero del mercado. El inversor tiene el derecho de retirar de su cuenta de garantías las cantidades que excedan el depósito inicial.

Para asegurar que el saldo de la cuenta garantía no se haga negativa, se fija un saldo de mantenimiento (Maintenance Margin), que es algo inferior al depósito inicial. Si el saldo en la cuenta garantía cae por debajo del saldo de mantenimiento se le exige al inversor un depósito o garantía adicional (Margin call) y se espera que complete su saldo en la cuenta de garantía al nivel de la garantía inicial al día siguiente. Si el inversor no provee la garantía de variación, el agente cerrará la posición vendiendo el contrato. En el caso del inversor considerado sería neutralizar el contrato existente a través de la venta de 200 onzas de oro para su entrega en diciembre.

En resumen el contrato de futuros posee un mecanismo de liquidación diario en lugar de hacerlo a su finalización. Al final del día la ganancia (o pérdida) es añadida (o restada) de la cuenta de garantía. Esto devuelve el valor del contrato a cero. Por lo tanto el contrato de futuro es, de hecho, cerrado y reescrito a un nuevo precio cada día.

### **1.5.3. Opciones.**

Una opción es un contrato que otorgan al titular el derecho, pero no la obligación de comprar (en el caso de un call) o vender (en el caso de un put) un activo a cambio del pago de una prima. El precio al que se realiza la venta se lo conoce como el precio de ejercicio (Strike Price) y se especifica en el momento en que las partes entran en la opción. El contrato de opción también especifica una fecha de vencimiento.

A diferencia de los contratos de forward o de futuros donde las partes tienen la obligación y están sometidas a ellos, con las opciones quien adquiere tiene el derecho que puede ejercer o no. Sumado a ello los contratos de futuros y forward no tienen coste de entrada (Excepto por requisitos de garantías), mientras que la compra de opciones requiere un pago inicial de prima.

### Tipos de Opciones.

#### *Clasificación de acuerdo a la fecha que pueden ser ejercidas:*

- Opciones Europeas (European Options): Solo pueden ser ejercidas a la fecha de vencimiento.
- Opciones Americanas (American Options): Pueden ser ejercidas en cualquier día de negociación hasta el vencimiento.
- Opciones bermudas (Bermudan Options): Pueden ser ejercidas sólo en las fechas especificadas y hasta la fecha de vencimiento.

La mayoría de las opciones negociadas en los mercados son americanas, no obstante, las opciones europeas son generalmente más fáciles de analizar.

#### *Clasificación de acuerdo al derecho que otorgan a sus propietarios:*

- Opción de Compra (Call Option): Otorgan el derecho a comprar el activo subyacente al precio de ejercicio en o antes de la fecha de vencimiento (en función de si son europeas o americanas) a cambio del pago de una prima.
- Opción de venta (Put Option): Otorgan el derecho a vender el activo subyacente al precio de ejercicio en o antes de la fecha de vencimiento (en función de si son europeas o americanas) a cambio del pago de una prima.

Clasificación de acuerdo donde este el precio de ejercicio (K) en relación al precio de contado (spot) del subyacente (siempre hablando de un call- en un put sería al revés):

- AT THE MONEY: El precio de ejercicio es igual al precio de contado del subyacente.

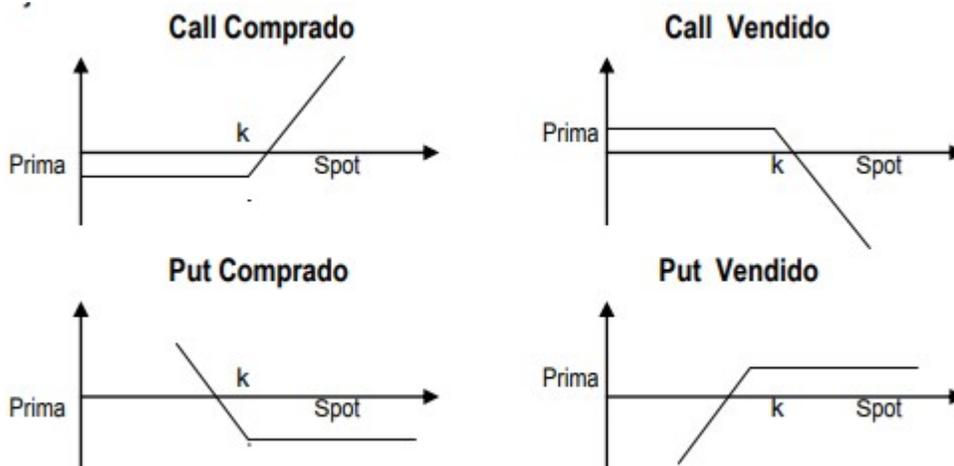
- **IN THE MONEY:** El precio de ejercicio es mayor al precio de contado del subyacente.
- **OUT THE MONEY:** El precio de ejercicio es menor al precio de contado del subyacente.

	OPCION CALL	OPCION PUT
IN THE MONEY	Precio del futuro > precio de ejercicio	Precio del futuro < precio de ejercicio
AT THE MONEY	Precio del futuro = precio de ejercicio	Precio del futuro = precio de ejercicio
OUT THE MONEY	Precio del futuro < precio de ejercicio	Precio del futuro > precio de ejercicio

### Posiciones en opciones

En cada contrato de opciones hay dos partes. En una parte está el inversor que ha tomado la posición larga (es decir que ha comprado la opción). En otra parte está el inversor que ha tomado la posición corta (es decir ha emitido o vendido la opción). El emisor de una opción recibe una paga en metálico pero tiene pasivos potenciales a futuro. Su beneficio o pérdida es contraria a la del comprador. Hay cuatro tipos de posiciones en opciones:

1. Posición Larga en una opción de call. - Call option Compra.
2. Posición Corta en una opción de call. - Call option Venta.
3. Posición larga en una opción de put - Put option Compra.
4. Posición Corta en una opción de put. - Put option Venta.



Analizando cada gráfico en particular tenemos:

1. *Call option comprado (Long Call):* Otorga al comprador el derecho (pero no la obligación) de comprar en el futuro un activo al vendedor de la opción a un precio determinado previamente. El dueño o comprador de una opción call se

beneficia de la opción si el subyacente sube, es decir, si cuando llega la fecha de vencimiento de la opción call, el activo tiene un precio mayor que el precio acordado ( $S(T) > K$ ). En ese caso, el comprador de la opción ejercerá su derecho, comprará al precio acordado y lo venderá al precio actual de mercado, ganando la diferencia. Si el precio resulta ser menor que el precio de ejercicio ( $S(T) < K$ ), el comprador no ejercerá su derecho y simplemente habrá perdido la prima que pagó por adquirir la opción. Por lo tanto, su beneficio puede ser ilimitado, pero su pérdida se limita a la prima que pagó.

2. *Call option venta (Short Call)*: Ocurre lo contrario del anterior visto del lado del vendedor. Su beneficio máximo será el valor por el que vendió la opción, que tendrá siempre que el activo no suba de precio. Esto es así ya que la contraparte no ejercerá el derecho de compra y el vendedor se ganará la prima. A medida que el precio del activo va subiendo su beneficio se va diluyendo, hasta llegar a un punto en que entra en pérdidas y desde ahí sus pérdidas son ilimitadas.

3. *Put option compra (Long Put)*: Otorga al comprador el derecho (pero no la obligación) de vender en el futuro un activo al vendedor de la opción a un precio determinado previamente. El dueño o comprador de una opción put se beneficia cuando llegada la fecha de vencimiento, el activo tiene un precio menor que el precio acordado. En ese caso, el comprador de la opción ejercerá su derecho y venderá el activo al precio acordado y después lo comprará al precio actual de mercado, ganando la diferencia. Si el precio resulta ser mayor que el precio acordado, el comprador no ejercerá su derecho y simplemente habrá perdido la prima que pagó por adquirir la opción. Por lo tanto, su beneficio puede ser ilimitado, pero su pérdida se limita a la prima que pagó.

4. *Put option venta (Short Put)*: Para el vendedor de la opción put, ocurre justamente lo contrario. Su beneficio máximo será el valor por el que vendió la opción (prima), que tendrá siempre que el activo no baje de precio. Y a medida que el precio del activo vaya bajando su beneficio se va diluyendo, hasta llegar a un punto en que entra en pérdidas y desde ahí sus pérdidas son ilimitadas.

### Funcionamiento del mercado de opciones

Cada mercado de futuros y opciones, decide cómo va a organizar la negociación de contratos de futuros y opciones en su ámbito. Las dos formas más comunes son, a través de ruedas en un lugar físico a viva voz o, a través de un sistema electrónico. Desde el inicio del funcionamiento de los mercados de futuros, estos optaron por organizar las negociaciones en ruedas a viva voz. Se

trata de un lugar físico, ya sea de propiedad del mercado o no, de cierta dimensión y tamaño, equipado con tecnología adecuada para que las negociaciones se lleven a cabo de la manera más eficiente. En general, en este lugar que podemos llamar recinto de negociación hay sectores que se utilizan para la negociación de los distintos contratos. Generalmente, en los recintos encontramos una pizarra o panel electrónico donde se vuelcan los datos de las negociaciones que se van registrando a medida que transcurre el horario de las ruedas. Las ruedas a viva voz tienen un horario que es determinado por cada mercado. Las ruedas empiezan y terminan a una hora y este horario de inicio y finalización es avisado por el mercado a los agentes intermediarios por medio de un timbre o una campana. Las negociaciones deben llevarse a cabo dentro de este plazo. Luego de su finalización está prohibido el registro de nuevas operaciones. El otro sistema de negociación utilizado, es el sistema de negociación electrónico. Este sistema se comenzó a utilizar a fines del siglo XX. Se trata de un sistema diseñado para ser utilizado a través de terminales de computadoras comunicadas entre sí. No se localiza en un lugar físico determinado sino que los intermediarios pueden realizar las negociaciones desde donde tengan ubicada su terminal. Podríamos decir que este sistema comenzó utilizándose para poder continuar el horario de negociación, una vez finalizado el de las ruedas a viva voz. Hoy algunos mercados de futuros lo continúan utilizando para ese fin, como un complemento del sistema de ruedas a viva voz. Pero hay otros mercados de futuros que han adoptado el sistema electrónico como único sistema de negociación, porque ven en él mayores ventajas y porque están convencidos que en el futuro será el único que seguirá vigente.

#### **1.5.4. Swaps.**

Según Haro (Haro, 2005), “los swaps se originaron en la década de los 70, pero empezaron su crecimiento a partir de 1980”. Desde entonces, y debido a causas como variaciones experimentadas en los tipos de interés y los tipos de cambio, tuvieron un crecimiento espectacular, llegando a ostentar una posición importante en los mercados OTC (Hull, 2014).

Se puede definir este contrato o producto financiero como aquel acuerdo en el que las partes intercambian una corriente de flujos monetarios expresados en una o varias divisas, calculadas sobre diferentes tipos o índices de referencia, que pueden ser fijos o variables”. Es decir, es un contrato donde vienen determinadas las fechas de pago de los flujos y cómo deben calcularse, en el cual participan dos empresas cuya finalidad es el intercambio de flujos de efectivo en el futuro

Las operaciones en las que intervienen swaps no se realizan en un mercado físico, sin embargo, se pueden distinguir dos mercados con respecto a este tipo de contratos: el mercado primario y el secundario. El mercado primario se organiza en función de los vencimientos, así como de los participantes, haciendo una distinción entre a largo plazo (por ejemplo, transacciones de bonos en dólares) y corto plazo (captación de fondos y cobertura con vencimiento máximo a tres años). Por su parte, en el mercado secundario se realizan diversas transacciones como la venta o asignación de swaps a una nueva parte contratante, las cancelaciones voluntarias de swaps o las inversiones en operaciones swap.

### Tipos de swaps

Existen muchos tipos de swaps, por lo que la clasificación de los swaps puede realizarse de diversas maneras, no obstante cabe destacar dos grandes grupos principales: los swaps de divisas y los swaps de tipo de interés.

Swaps sobre tasas de interés Según Hull (2014), “en este swap, una empresa acuerda pagar flujos de efectivo iguales a una tasa de interés fija predeterminada sobre un principal notional (o ficticio) durante cierto número de años, recibiendo a cambio intereses a una tasa variable sobre el mismo principal notional durante el mismo periodo”. A este tipo de swap se le denomina también coupon swap, swap básico o plain vanilla y puede presentar variantes, de manera que se obtienen las siguientes clases: swaps fijo/flotante, zero – coupon swap, swaps flotante/flotante, interest rate swap reversal, rate caps, min – max swaps, callable swaps y contingents swaps, entre otros.

Por otra parte, Swaps sobre divisa, es un contrato que obliga a dos partes a intercambiar dos flujos de intereses cuyas divisas son diferentes, durante un tiempo determinado, volviendo a intercambiar el principal a un tipo de cambio preestablecido cuando finalice el periodo. Dicho de otro modo, es un intercambio del principal y los pagos de intereses en una moneda, por el principal y los pagos de intereses en otra moneda. Los swaps más utilizados actualmente son el swap de divisas genuino o puro, el swap de divisas a interés variable y el swap de divisas a interés fijo, variable o swap combinado, aunque también existen otros, como cocktail swap, swaps intermedios, circus swap, swap de divisas dual, etc.

Finalmente encontramos otros tipos de swaps:

- Swaps de activos o asset swaps: utilizados para permutar activos, consiguiendo un alto rendimiento y una cobertura contra las variaciones de los tipos de interés.
- Swaps de acciones o equity swaps: permiten al agente cambiar un rendimiento de tipo de interés flotante por uno cuyo comportamiento sigue un índice bursátil.
- Swaps de activos sintéticos: son instrumentos complejos, diseñados y lanzados, no por los propios inversores, sino por bancos de inversión.
- Swaps de commodity: son una serie de contratos a plazo sobre una commodity con diferentes fechas de vencimiento pero con los mismos precios de entrega.

#### **1.5.5. Otros tipos de Instrumentos derivados.**

Los derivados financieros están sometidos a una incesante innovación, y con frecuencia aparecen productos de nueva creación como respuesta a nuevas necesidades. Así, además de los descritos anteriormente, conviene mencionar algunos productos adicionales, como son los CFD, los CDO y los CDS, puesto que son productos que gozan de cierta popularidad en la actualidad.

##### CFD

Los CFD o contratos por diferencias, son contratos en los que un inversor y una entidad financiera acuerdan intercambiar la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un determinado activo subyacente. En estos contratos, se presenta un determinado nivel de apalancamiento, puesto que no es necesario desembolsar totalmente el capital para comprar o vender directamente el subyacente, y reflejan en su precio todas las operaciones financieras o de reconocimiento de derechos económicos que afectan al subyacente. Otra peculiaridad de los contratos por diferencias es que no tienen vencimiento, ya que aunque se liquidan diariamente, por lo que el inversor tiene la posibilidad de extender la posición los días que quiera a costa, normalmente, del pago de unos intereses.

##### CDO

La CDO es una cartera colectiva o colección compleja (bundle) de bonos, préstamos y obligaciones bancarias, que diversas instituciones convierten en activos negociables en el mercado de capitales. Estos instrumentos tienen una serie de particularidades, pudiendo destacar que en su estructura existen tramos de títulos para poder ofrecer al inversor vencimientos y riesgos diferentes. Además:

### CDS

Es un swap de incumplimiento de crédito, es decir, es un contrato que proporciona seguro contra el riesgo de incumplimiento (evento de crédito) por parte de una empresa específica llamada entidad de referencia. Se trata, pues, de un contrato que proporciona seguridad frente al riesgo de impago, por lo que la parte que lo compra está protegida durante un periodo de tiempo a cambio de un pago periódico que se realizará hasta el final de la vida del CDS o cuando ocurra un evento de crédito cubierto por el contrato. No obstante, la parte vendedora sólo realizará el pago cuando ocurra el evento de crédito pactado sobre el activo de referencia, de modo que si no se da esta circunstancia la entidad no realiza ningún pago.

## **1.6. Conformación de Mercados Derivados.**

Las partes, antes de concertar un contrato de derivados, deben decidir si van a hacerlo en mercados institucionalizados de futuros y opciones o en el mercado OTC (“over the counter”), y deben conocer las ventajas, desventajas y consecuencias regulatorias y operativas de negociar en uno u otro ámbito.

### **1.6.1. Mercados Organizados (MMOO).**

Son aquellos donde los individuos negocian contratos estandarizados que han sido definidos previamente por el mercado. En este caso se cuenta con una cámara de compensación que toma depósitos de garantía y liquidación y además se encarga de supervisar el cumplimiento de las condiciones de los contratos. El mercado de derivados actúa como intermediario para todas las transacciones relacionadas, tomando márgenes (margins) correspondientes como garantía. En este tipo de mercados se negocian futuros y opciones.

Los principales mercados organizados en el mundo por volumen operado son los siguientes:

- CME GROUP: [www.cmgroup.com](http://www.cmgroup.com) .....Chicago y NY -EEUU.
- NYSE EURONEXT LIFFE: [www.euronext.com](http://www.euronext.com) ..... Amsterdam, Brussels, Paris, Londres.
- EUREX: [www.eurexexchange.com](http://www.eurexexchange.com) .....Alemania.

En referencia a Argentina:

- ByMA (Bolsa y Mercados Argentinos): [www.byma.com.ar](http://www.byma.com.ar)
- MAE (Mercado Abierto Electrónico): [www.mae.com](http://www.mae.com)
- MATBA-ROFEX: [www.matba-rofex.com](http://www.matba-rofex.com)

### **1.6.2. Mercado Over the Counter (OTC).**

Son aquellos mercados donde los contratos se negocian directamente entre dos partes, sin tener que pasar a través de una bolsa o cámara como intermediario, por lo tanto existe en estos casos el riesgo crédito de que una de las partes no pague. En la práctica consiste en una red telefónica e informática (dealers) sin presencia física de los mismos. Las operaciones se realizan por teléfono y son entre instituciones financieras y alguno de sus clientes corporativos. Las instituciones financieras actúan frecuentemente como creadoras de mercado (market-makers) de los instrumentos sujetos a intercambio. Esto significa que están dispuestas a registrar un precio de compra (bid price) y un precio de venta (offer price). La ventaja clave en este tipo de mercado es que el objeto y términos de la contratación no tienen por qué ser los que se especifican en los MMOO; por el contrario los participantes son libres para decidir sobre cualquier acuerdo que resulte atractivo. En la actualidad el mercado OTC es el mayor en cuanto a volúmenes de derivados, y es en este último donde se negocian swaps y forwards.

### **1.6.3. Mercados Derivados en Argentina.**

En la actualidad, el marco normativo está establecido en la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (LMC) sancionada en diciembre de 2012, la cual vino a reformular el texto legal en la materia, quedando derogadas las dos normas anteriores, ley N° 17.811 y el decreto N° 677/01, como también otras disposiciones secundarias.

En la Argentina, los mercados de capitales son supervisados por la Comisión Nacional de Valores (CNV), la cual es la autoridad de aplicación y

contralor de la legislación que regula su funcionamiento en el país y tiene como principal labor autorizar la oferta pública de todo título. A cargo de la CNV se encuentran los siguientes tipos de mercados:

#### 1) Bursátil (Ahora BYMA)

Anteriormente en este mercado las operaciones eran realizadas bajo el control y contabilización de una bolsa de comercio, la cual era una entidad jurídica constituida generalmente como sociedad anónima cuya finalidad era prever la cotización de los instrumentos financieros contabilizando y regulando las transacciones. El ámbito o recinto de acción donde operaban estas transacciones eran los mercados de valores. Precedentemente en nuestro país las bolsas que operaban con un mercado de valores adheridos eran las siguientes: Bolsa de Comercio de Buenos Aires; Bolsa de Comercio de Mendoza; Bolsa de Comercio de Rosario; Bolsa de Comercio de Santa Fe, Bolsa de comercio de Córdoba. Cabe destacar que cada una de ellas funcionaba como compartimentos estancos sin interacción con las demás.

Durante el año 2013 se creó el Mercado Argentino de Valores o MAV. El MAV es un mercado donde se negocian instrumentos pymes y que nació de la unión de los mercados de Rosario y Mendoza. A partir de junio de 2017 en cumplimiento al objetivo de unificación y reorganización de los mercados bursátiles impuesto por la LMC en el país se crea BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos). BYMA nace de la unión entre la Bolsa de comercio, el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) y las otras entidades similares del resto del país. Hoy en día muchos mercados están adheridos a BYMA de manera directa y otros trabajan de manera unificada vía convenios. La intención es que a la brevedad todos los mercados argentinos mencionados (incluido MAV) se integren a BYMA para que este sea el único ámbito donde se operen todos los instrumentos. BYMA se creó en función de generar un mercado evolucionado, más federal y con estándares internacionales. En él se concentran todos los pasos de la industria a partir de una integración vertical donde se incluye la transacción, liquidación, custodia, además de la pre y post negociación de todos los productos en una sola plataforma. Este nuevo organismo es un gran paso para fortalecer el mercado de capitales y atraer inversiones.

#### 2) Extrabursátil o Mercado Abierto Electrónico (MAE)

Consiste en operaciones de mercado de capitales realizadas por bancos a través de redes electrónicas. Tanto en el mercado bursátil, como en el extrabursátil no se mueven físicamente los títulos transados entre las partes. Por el contrario, las operaciones se conciertan a través de certificados de operación y

certificados de tenencia, cuya custodia y registro son llevados a cabo por la Caja de Valores (CV). Hoy en día la CV brinda servicios tanto al BYMA como al MAE.

3) Mercados a término de futuros y opciones: Típicamente, son manejados por las bolsas de cereales y/o de productos mineros y agropecuarios. Aquí suele adquirir especial relevancia la figura del "bróker", quien contribuye a juntar las partes y concretar la operación, a cambio de una comisión. Los mercados de futuros y opciones activos en Argentina, autorizados a funcionar por la CNV son: el Mercado a Término de Buenos Aires S. A (Matba) y el Mercado a Término de Rosario S.A. (Rofex).



Desde 2019 se llevó adelante un proceso de unificación de estos dos mercados a término lo que conllevó en la creación de un nuevo gran mercado de futuros Argentino: MATba-Rofex.



### MATBA-ROFEX

Según resulta en las notas a los Estados Financieros Consolidados de Rofex SA al 31.07.2019, el proceso de reorganización societaria fue iniciado por decisión del Directorio de Rofex del 24 de noviembre de 2017. El 25 de octubre de 2018 el Directorio de la Sociedad decidió: a) aprobar el Compromiso Previo y el Prospecto de Escisión-Fusión entre Rofex S.A. y Mercado a Término de Buenos Aires S.A.; b) aprobar el Balance Consolidado de Escisión-Fusión del Patrimonio Escindido de Rofex S.A. y Mercado a Término de Buenos Aires S.A.; y c) convocar a Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas y a Asambleas

Especiales de Accionistas clase “A” y “B” para el día 11 de diciembre de 2018 para tratar la documentación relativa a la Escisión-Fusión mencionada anteriormente.

El 11 de diciembre de 2018 la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria y Asambleas Especiales de Clases de Rofex aprobaron la reorganización societaria en los términos contenidos en el Compromiso Previo de Escisión-Fusión junto toda la documentación relativa a la misma. A su vez, el 27 de diciembre de 2018 la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de MATba aprobó la reorganización societaria en los términos contenidos en el Compromiso Previo de Escisión-Fusión citado junto toda la documentación relativa a la misma.

Asimismo, la Comisión Nacional de Valores aprobó el Prospecto de Escisión Fusión presentado por MATba que contiene la información de la Reorganización Societaria de conformidad con las normas de dicho organismo.

Posteriormente, el Directorio de Rofex aprobó el día 18 de febrero de 2019 el otorgamiento del Acuerdo Definitivo de Escisión Fusión con MATba, con el contenido establecido por el artículo 83, apartado 4, de la LGS y ratificando en todos sus términos el Compromiso Previo suscripto entre la Sociedad y MATba con fecha 25 de octubre de 2018.

El 19 de febrero de 2019 se celebró mediante escritura pública el Acuerdo Definitivo de Escisión-Fusión entre Rofex S.A. y Mercado a Término de Buenos Aires S.A en los términos del por el artículo 83, apartado 4, de la LGS. Cabe señalar que la Fecha Efectiva de Reorganización fue prevista en la que corresponda al primer día del segundo mes calendario que se inicie con posterioridad a la fecha en que la Comisión Nacional de Valores emita la última de las resoluciones que otorguen conformidad administrativa a la Reorganización y a los requisitos de operación de MATba-Rofex como Mercado, pudiendo los Directorios de ambas Sociedades adelantar o postergar esa fecha en función de que las partes se encuentren en condiciones operativas de operar conjuntamente.

Concedida la conformidad administrativa por la Comisión Nacional de Valores, los Directorios de ambas Sociedades fijaron como fecha efectiva de reorganización el día 1 de agosto de 2019 considerando los cierres de los balances al 31 de julio de 2019. Finalmente, el 30 de septiembre de 2019 el Registro Público de Comercio de Rosario inscribió el Estatuto de Matba Rofex SA en Tomo 100, Folio 7941 N° 1257. Si bien el domicilio fiscal de la nueva empresa Matba Rofex se encuentra en la ciudad de Rosario por una cuestión impositiva, las

oficinas estarán repartidas en ambas ciudades. Dicha fusión permitirá a las sociedades fortalecer sus negocios para adaptarse a la tendencia de integración que existe en el mundo entre las bolsas y mercados, esperando que este proceso se profundice en el futuro producto de una mayor integración e inserción de la Argentina en los mercados de capitales internacionales.

Rodríguez (2019) sostiene que entre las principales ventajas y beneficios de la fusión se han considerado los siguientes aspectos:

- Aumentar los volúmenes y la liquidez de los mercados.
- Beneficios para los agentes que operan en cada uno de los mercados. Aquellos agentes que negocian productos solamente en ROFEX o MATba pasarán a acceder a una oferta más amplia de productos, tanto de futuros y opciones como de otros productos del mercado de capitales. Adicionalmente aquellos Agentes que ya acceden a ambos mercados, podrán hacerlo en forma más simple, ejecutando sus operaciones, garantizándolas y liquidándolas en forma centralizada, lo cual no solo redundará en un importante ahorro de costos transaccionales sino también en significativas ventajas en cuanto a eficiencias de las garantías necesarias para la operatoria.
- El nuevo Mercado se beneficiará de mayores inversiones en tecnología, aspecto que es considerado esencial para el éxito futuro del negocio. Asimismo, todos sus Agentes serán favorecidos por los beneficios por disponibilidad de acceso a una oferta más amplia de tecnología y por estandarización de procesos e interfaces.
- La integración de los Mercados de gran tradición dentro del concierto de entidades bursátiles argentinas, que gozan de solvencia patrimonial y prestigio institucional, va a suponer un mejor posicionamiento relativo tanto nacional e internacional al efecto de poder contribuir al tendido de lazos institucionales que redunden en mejores y más concretos beneficios para los futuros accionistas de MATba-ROFEX
- La integración promoverá una mayor sinergia y eficiencia en la estructura de costos administrativos y comerciales de los Mercados. Tanto MATba como ROFEX se encuentran transitando años de volúmenes récord en sus líneas de producto, y adicionalmente poseen proyectos de reciente lanzamiento o próximos a ser lanzados que requerirán una expansión de recursos humanos y de sistemas. Esta expansión podrá nutrirse

inicialmente de los equipos de ambas entidades optimizando la gestión de costos.

- La integración de los negocios de ambos Mercados permitirá la diversificación de líneas de negocios. Este aspecto generará una menor volatilidad de los ingresos del Mercado resultante, lo cual implicará un más estable posicionamiento financiero y mejores perspectivas relacionadas con la cotización de las acciones de dicho Mercado.

### **1.7. Mecánica de mercados de futuros**

Este punto del informe aborda detalles sobre la forma en que operan los mercados de futuros. Examinamos aspectos como la especificación de los contratos, la operación de las cuentas de margen, la organización de las bolsas, la regulación de los mercados, cómo se realizan las cotizaciones y el tratamiento de las transacciones de futuros para propósitos contables y fiscales. Comparamos los contratos de futuros con los contratos a plazo y explicamos la diferencia entre los pagos que se obtienen de ellos.

#### **1.7.1. Apertura y cierre de posiciones de futuros**

Un contrato de futuros es un acuerdo para comprar o vender un activo a un precio determinado en una fecha futura específica. Por lo general, un contrato se denomina de acuerdo con su mes de entrega.

Así, un inversionista podría dar instrucciones a un corredor para que compre un contrato de futuros de petróleo de octubre. Hay un periodo durante el mes de entrega (con frecuencia todo el mes) en que ésta puede realizarse. Por lo regular, la negociación del contrato termina en algún momento durante el periodo de entrega. La parte con la posición corta elige cuándo se realiza la entrega.

La gran mayoría de los contratos de futuros que se inicia no terminan en la entrega. La razón es que casi todos los inversionistas deciden cerrar sus posiciones antes del periodo de entrega especificado en el contrato. Realizar o recibir una entrega bajo los términos de un contrato de futuros es a menudo inconveniente y, en algunos casos, bastante caro. Esto ocurre incluso en el caso de un coberturista que desea comprar o vender el activo subyacente al contrato de

futuros. Generalmente, este coberturista prefiere cerrar la posición de futuros y después comprar o vender el activo en la forma usual.

Cerrar una posición implica participar en una transacción opuesta a la transacción original que abrió la posición. Por ejemplo, un inversionista que compra cinco contratos de futuros de maíz de julio el 6 de mayo puede cerrar la posición el 20 de junio con la venta (es decir, vendiendo en corto) cinco contratos de futuros de maíz de julio. Un inversionista que vende (es decir, vende en corto) cinco contratos de julio el 6 de mayo puede cerrar la posición el 20 de junio mediante la compra de cinco contratos de julio. En cada caso, la ganancia o la pérdida total del inversionista la determina el cambio en el precio de futuros entre el 6 de mayo y el 20 de junio.

La entrega es tan rara que los negociantes olvidan a veces cómo funciona el proceso de entrega. Sin embargo, dedicaremos parte de este apartado a revisar los acuerdos de entrega de los contratos de futuros porque la posibilidad de la entrega final es la que relaciona el precio de futuros con el precio spot.

### **1.7.2. Especificación de un contrato de futuros**

Al desarrollar un nuevo contrato, la bolsa de valores debe especificar con cierto detalle la naturaleza exacta del acuerdo entre ambas partes. En particular, debe especificar el activo, el tamaño del contrato (exactamente cuánto del activo se entregará con un contrato), dónde se realizará la entrega y cuándo se hará.

En ocasiones se especifican alternativas para el grado del activo que se entregará o para los sitios de entrega. Como regla general, la parte con la posición corta (la parte que acordó vender el activo) es la que decide lo que ocurrirá cuando la bolsa especifique las alternativas. Cuando la parte con la posición corta está lista para realizar la entrega, presenta un aviso de intención de entrega ante la bolsa. Este aviso indica las selecciones que ha hecho con relación al grado del activo que se entregará y el sitio de entrega.

Cuando el activo es una mercancía o un bien básico (commodity), puede haber mucha variación en la calidad de lo que está disponible en el mercado. Por lo tanto, cuando se especifica el activo, es importante que la bolsa estipule el grado o grados del bien básico que sean aceptables.

En el caso de algunos bienes básicos, se pueden entregar varios grados, pero el precio recibido depende del grado que se elija. Por ejemplo, el contrato de futuros de maíz de la Bolsa de Comercio de Chicago, el grado estándar es “Amarillo Núm. 2”, pero se permiten sustituciones con un ajuste de precio establecido por la bolsa.

Por lo general, en los contratos de futuros los activos financieros se definen de manera adecuada y clara. Por ejemplo, no hay necesidad de especificar el grado de un dólar estadounidense. No obstante, los contratos de futuros sobre bonos que se negocian en Rofex por ejemplo, están totalmente parametrizados con sus especificaciones exactas.

El tamaño del contrato especifica la cantidad del activo que se entregará con un contrato. Ésta es una decisión importante para el mercado. Si el tamaño del contrato es demasiado grande, muchos inversionistas que desean cubrir exposiciones relativamente pequeñas o tomar posiciones especulativas relativamente pequeñas no podrán usarlos. Por otro lado, si el tamaño del contrato es muy pequeño, la transacción puede ser costosa, ya que hay un costo relacionado con cada contrato negociado

### **1.7.3. Convergencia de precios futuros y spot.**

Con respecto a la convergencia de precios futuros y spot, a medida que se aproxima el periodo de entrega de un contrato de futuros, el precio de futuros converge con el precio spot del activo subyacente. Cuando llega el periodo de entrega, el precio de futuros es igual o está muy cercano al precio spot.

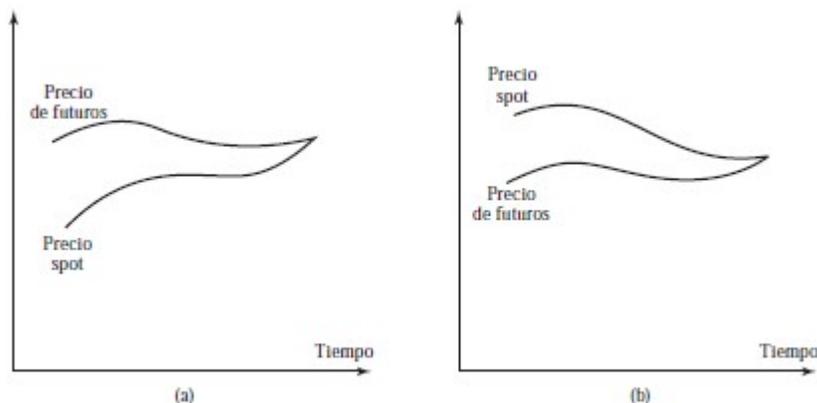
Para ver por qué ocurre esto, supongamos primero que el precio de futuros está por arriba del precio spot durante el periodo de entrega. Entonces, los negociantes tienen una clara oportunidad de arbitraje:

1. Vender (es decir, vender en corto) un contrato de futuros
2. Comprar el activo
3. Realizar la entrega

Estos pasos son seguros para generar una utilidad equivalente al monto en que el precio de futuros excede al precio spot. A medida que los negociantes aprovechen esta oportunidad de arbitraje, el precio de futuros bajará. A continuación, suponga que el precio de futuros está por debajo del precio spot

durante el periodo de entrega. Las empresas que están interesadas en adquirir el activo considerarán conveniente comprar un contrato de futuros y esperar a que se realice la entrega. Al hacerlo, el precio de futuros tenderá a subir.

El resultado es que el precio de futuros está muy cercano al precio spot durante el periodo de entrega. Debajo lo ilustramos de manera gráfica.



#### **1.7.4. Compensación y Márgenes.**

Compensación y márgenes. Una cámara de compensación está adjunta a la bolsa y actúa como un intermediario en las transacciones de futuros. Garantiza el desempeño de las partes de cada transacción. La cámara de compensación tiene varios miembros, que deben registrar los fondos de las operaciones de la bolsa. Los intermediarios que no son miembros deben canalizar sus negocios a través de un miembro (agentes ROFEX por ejemplo).

La tarea principal de la cámara de compensación es dar seguimiento a todas las transacciones que se realizan durante un día, de tal manera que pueda calcular la posición neta de cada uno de sus miembros.

Del mismo modo que a un inversionista se le pide mantener una cuenta de margen con un intermediario, éste debe mantener una cuenta de margen con un miembro de la cámara de compensación y a su vez este miembro debe mantener una cuenta de margen con la cámara de compensación. Esta última cuenta se conoce como margen de compensación. Las cuentas de margen para los miembros de la cámara de compensación se ajustan en cuanto a ganancias y

pérdidas al final de cada día de negociación, del mismo modo que se ajustan las cuentas de margen de los inversionistas.

No obstante, en el caso del miembro de la cámara de compensación hay un margen inicial, pero no un margen de mantenimiento. Cada día, el saldo de la cuenta de cada contrato debe mantenerse en un monto igual al margen inicial por el número de contratos pendientes. Así, dependiendo de las transacciones realizadas durante el día y los movimientos de precios, el miembro de la cámara de compensación puede tener que depositar fondos en su cuenta de margen. En otro caso, puede retirar fondos de la cuenta en ese momento. Los intermediarios que no son miembros de la cámara de compensación deben mantener una cuenta de margen con un miembro de esta cámara.

Para determinar los márgenes de compensación, la cámara de compensación de la bolsa calcula el número de contratos pendientes como una cifra bruta o neta. Cuando lo hace como una cifra bruta, el número de contratos equivale a la suma de las posiciones largas y cortas; cuando lo hace como una cifra neta, estas posiciones se compensan entre sí. Suponga que un miembro de una cámara de compensación tiene dos clientes: uno con una posición larga en 20 contratos y el otro con una posición corta en 15 contratos. El cálculo del margen bruto se realiza con base en los 35 contratos y el del margen neto se efectúa con base en 5 contratos. Casi todas las bolsas usan actualmente el cálculo del margen neto.

El propósito integral del sistema de márgenes es garantizar que los negociantes no abandonen sus compromisos. En general, el sistema ha sido muy exitoso. Los negociantes que participan en contratos en bolsas importantes siempre han cumplido sus contratos. Una prueba para los mercados de futuros fue el 19 de octubre de 1987, cuando el índice S&P 500 cayó alrededor de 20% y los negociantes con posiciones largas en futuros sobre este índice descubrieron que tenían saldos negativos en sus cuentas de margen. Los negociantes que no cumplieron las demandas de garantía adicional cerraron sus posiciones, pero aún debían el dinero de sus intermediarios. Algunos no pagaron y, en consecuencia, algunos intermediarios quebraron porque, sin el dinero de sus clientes, fueron incapaces de cumplir las demandas de garantía adicional sobre contratos que establecieron a nombre de sus comitentes. Sin embargo, las bolsas tenían fondos suficientes para garantizar que recibieran su pago todos los que tenían una posición corta en futuros sobre el índice S&P 500.

Ahora bien, que ocurre en los mercados OTC, tradicionalmente, el riesgo de crédito ha sido una característica de este tipo de mercados. Siempre existe la posibilidad de que la otra parte de una transacción over-the-counter no cumpla su compromiso. Es interesante ver que, en un intento por reducir el riesgo de crédito, el mercado over-the-counter está imitando actualmente el sistema de márgenes adoptado por las bolsas con un procedimiento conocido como colateralización.

Considere a dos participantes del mercado over-the-counter, la empresa A y la empresa B, con un contrato over-the-counter pendiente. Bajo un acuerdo de colateralización, valúan el contrato todos los días. Si de un día a otro el valor del contrato aumentará para la empresa A, a la empresa B se le exigiría pagar una garantía igual a este incremento y la empresa A recibiría una garantía equivalente al incremento. Del mismo modo, si el valor del contrato disminuyera para la empresa A, a ésta se le exigiría pagar una garantía igual a la disminución y la empresa B recibiría una garantía equivalente a la disminución.

#### **1.7.5. Tipos de Negociantes y tipos de órdenes**

Hay dos tipos principales de negociantes que ejecutan transacciones: los intermediarios a comisión y los locales. Los intermediarios a comisión (corredores) siguen las instrucciones de sus clientes y cobran una comisión por hacerlo; los locales negocian por su propia cuenta.

Los individuos que toman posiciones, ya sean locales o clientes de corredores a comisión, se clasifican como coberturistas, especuladores o arbitrajistas, como se analizó anteriormente. Los especuladores se clasifican en especuladores para ganancias pequeñas, operadores del día o negociantes de posición. Los especuladores para ganancias pequeñas vigilan las tendencias a muy corto plazo y tratan de obtener utilidades de pequeños cambios en el precio del contrato; por lo general, mantienen sus posiciones sólo durante algunos minutos. Los operadores del día mantienen sus posiciones durante menos de un día de negociación, ya que no están dispuestos a correr el riesgo de que ocurran acontecimientos negativos durante los momentos en que la rueda de negociación se encuentra cerrada. Los negociantes de posición mantienen sus posiciones durante períodos mucho más largos y esperan obtener utilidades significativas de movimientos importantes en los mercados.

Pasando a las órdenes, el tipo más sencillo de orden que se emite con un corredor es una orden de mercado, que es una solicitud de ejecutar inmediatamente una transacción al mejor precio disponible en el mercado. No obstante, hay muchos otros tipos de órdenes. Analizaremos los que se usan con más frecuencia.

Una orden limitada especifica un precio en particular. La orden puede ejecutarse sólo a este precio o a uno más favorable para el inversionista. Por lo tanto, si el precio límite es de \$1.000 para un inversionista que desea comprar, la orden se ejecutará sólo a un precio de \$1.000 o menos. Por supuesto, no existe ninguna garantía de que la orden se ejecute en absoluto porque es posible que nunca se alcance el precio límite.

Una orden con precio tope u orden de pérdida limitada también especifica un precio en particular. La orden se ejecuta al mejor precio disponible una vez que se realiza una demanda u oferta a ese precio en particular o a un precio menos favorable que se emite una orden de pérdida limitada de venta a \$30 dólares cuando el precio de mercado es de \$35. Se convierte en una orden de venta si el precio baja a \$30. De hecho, una orden de pérdida limitada se vuelve una orden de mercado tan pronto como se alcanza el precio específico. Generalmente, el propósito de una orden de pérdida limitada es cerrar una posición si ocurren movimientos de precios desfavorables, ya que limita la pérdida en que el inversionista pueda incurrir.

Una orden limitada con precio tope es una combinación de una orden de pérdida limitada y una orden limitada. La orden se convierte en una orden limitada tan pronto como se realiza una demanda u oferta a un precio igual o menos favorable que el precio tope. Deben especificarse dos precios en una orden limitada con precio tope: el precio tope y el precio límite. Suponga que, cuando el precio de mercado es de \$35, se emite una orden limitada con precio tope de compra, con un precio tope de \$40 y un precio límite de \$41. Tan pronto se realice una demanda u oferta a \$40, la orden limitada con precio tope se convierte en una orden limitada a \$41. Si el precio tope y el precio límite son iguales, la orden se denomina en ocasiones orden de precio tope y límite.

Una orden de compra o venta (market-if-touched) (MIT) se ejecuta al mejor precio disponible después de que se realiza una transacción a un precio específico o a un precio más favorable que el precio específico. De hecho, una orden MIT se

convierte en una orden de mercado una vez que se alcanza el precio específico. Una orden MIT también se conoce como board order, u orden de límite.

Considere a un inversionista que tiene una posición larga en un contrato de futuros y emite instrucciones que darían lugar al cierre del contrato. Una orden con precio tope está diseñada para limitar la pérdida que pudiera ocurrir en el caso de que se presentaran movimientos de precios desfavorables.

Por el contrario, una orden de compra o venta si se alcanza un precio está diseñada para garantizar la obtención de utilidades si ocurren movimientos de precios suficientemente favorables.

Una orden discrecional u orden market-not-held se negocia como una orden de mercado, con excepción de que su ejecución puede retrasarse a discreción del intermediario en un intento por obtener un mejor precio.

Algunas órdenes especifican condiciones de tiempo. A menos de que se establezca de otro modo, una orden es una orden del día y vence al final del día de negociación. Una orden time-of-day especifica un periodo determinado del día en el que la orden puede ejecutarse. Una orden abierta o válida hasta su revocación está vigente hasta que se ejecuta o hasta el término de la negociación del contrato específico. Una orden de ejecución inmediata, como su nombre lo indica, debe ejecutarse inmediatamente al recibirla o no ejecutarla en absoluto.

#### **1.7.6. Acuerdos de Entrega.**

La bolsa debe especificar el lugar donde se realizará la entrega. Esto es particularmente importante para los bienes básicos que implican costos de transporte significativos. En el caso del contrato trigo de MATBA-Rofex, la entrega se realiza a bodegas autorizadas por el mercado. Cuando se especifican lugares de entrega alternativos, el precio que recibe la parte con la posición corta se ajusta, en ocasiones, de acuerdo con el lugar que eligió dicha parte. El precio tiende a ser mayor cuando los lugares de entrega están relativamente lejos de las fuentes principales del bien básico.

#### **1.7.7. Meses de entrega.**

Un contrato de futuros se denomina de acuerdo con su mes de entrega. La bolsa debe especificar el periodo exacto del mes en que se realizará la entrega. En el caso de muchos contratos de futuros, el periodo de entrega es todo el mes.

Los meses de entrega varían de un contrato a otro y los elige la bolsa para satisfacer las necesidades de los participantes del mercado. En cualquier momento dado, se negocian contratos para el mes de entrega más cercano y para varios meses de entrega subsiguientes. La bolsa establece cuándo comenzará la negociación de un contrato de un mes específico, así como el último día de negociación de determinado contrato.

Por lo general, la negociación termina algunos días antes del último día de entrega.

### **1.8. Aspectos Contables de los instrumentos derivados.**

En la actualidad existe consenso normativo en cuanto a que los contratos con instrumentos derivados generan derechos y obligaciones, estos mismos se traducen en activos y pasivos para las partes en cuestión ya que cumplen con los requisitos normativos de las resoluciones técnicas (RT) de la Federación Argentina de Concejo Profesional de Ciencias. Económicas (FACPCE). Estas RT son las que reglamentan el ejercicio del profesional en ciencias económicas en cuanto a la contabilidad de las partidas. La RT que trata a los derivados en forma más extensa y particular es la N° 18, segunda parte, Punto 2, presentando el siguiente esquema:

- 2. Instrumentos derivados.
  - 2.1. Definiciones.
  - 2.2. Reconocimiento
  - 2.3. Operaciones de cobertura.
    - 2.3.1. Condiciones para identificar la existencia de cobertura.
    - 2.3.2. Coberturas eficaces.
  - 2.4. Medición inicial.
  - 2.5. Medición posterior.
    - 2.5.1. Activos originados en instrumentos financieros derivados.
    - 2.5.2. Pasivos originados en instrumentos financieros derivados.
    - 2.5.3. Tratamiento de la diferencia de Medición.
    - 2.5.4. Cese de la contabilización de cobertura.

#### 2.5.1. Criterio General

#### 2.5.2. Tratamiento del cese de la contabilización de cobertura

##### Definiciones (RT 2.1)

Hace referencia a los tipos de contratos derivados:

- Instrumentos derivados con fines especulativos: La finalidad perseguida al momento de la transacción es realizar un beneficio en el corto plazo con el movimiento de los precios de los activos subyacentes.

-Instrumentos derivados con fines de cobertura: Cuando se ha contratado con la finalidad de cubrir una posición de riesgo existente o futura.

Para que los instrumentos sean considerados de cobertura, deberán cumplirse cuatro requisitos (RT 2.3.1 y 2):

1) Al comienzo de la operación de cobertura existe documentación formal que especifique:

- La estrategia y objetivo de la administración en cuanto al manejo del riesgo de la operación.
- La identificación de las partidas a cubrir con los instrumentos.
- La forma en que el ente medirá la eficacia que muestre el instrumento de cobertura.

2) Se espera que la cobertura sea eficaz.

3) La efectividad real de la cobertura puede ser medida sobre bases confiables.

4) La cobertura tuvo una alta tasa de eficacia a lo largo de todo el ejercicio. La “eficacia” de la cobertura es el grado en el cual se alcanza, por parte del instrumento de cobertura, la compensación de los cambios en el valor o en los flujos de efectivo atribuidos al ítem o partida cubierta. Se considera que un cobertura es eficaz cuando en su origen, como en el resto de la vida de la misma, sus cambios (en el valor o en los flujos de efectivo), compensen entre un ochenta por ciento y un ciento veinticinco por ciento los cambios (en el valor o en los flujos de efectivo) en el sentido contrario del ítem o partida cubierta.

##### Medición inicial del activo/pasivo (RT 2.4)

Al momento de su reconocimiento, los instrumentos derivados tanto sean especulativos o de cobertura se medirán de acuerdo con la suma de dinero u contraprestación entregada o recibida. Es decir, al valor de costo.

### Medición al cierre del activo/pasivo (RT 2.5.1; 2.5.2)

Posteriormente, dependerá de la posición patrimonial que tomen:

- Posición activa: A valor neto de realización si tiene cotización conocida o a un valor razonable determinado por un modelo matemático, si no posee cotización.
- Posición pasiva: A costo de cancelación si este es objetivamente determinable o manteniendo la medida contable anterior, si no lo fuera.

### Medición e Imputación de resultados. (RT 2.5.3)

Finalmente, el criterio contable para la imputación de los resultados de los instrumentos derivados es el siguiente:

Contratos con fines especulativos: La sección 2.5.3.1 de la RT 18 establece que las diferencias entre las mediciones periódicas se reconocerán como resultados del ejercicio, ya sea como pérdida o ganancia.

Contratos con fines de cobertura: La sección 2.5.3.2 nos dice que los resultados de la cobertura serán tratados de la siguiente manera:

- Mientras se den las condiciones del caso y hasta que la operación cubierta se concrete, los resultados parciales producidos por los instrumentos de cobertura se difieren en una cuenta especial del patrimonio, luego cuando la operación se concrete efectivamente, se consideran los resultados al ejercicio de cierre.
- Si la transacción futura se deja de considerar probable (por fuera de los porcentajes), estos importes acumulados se transfieren a resultados.

## **1.9. Aspectos Impositivos de los instrumentos derivados.**

En la Argentina, el reconocimiento a las particularidades de los instrumentos derivados ha ido evolucionando lentamente, incorporándose paulatinamente en los últimos años a la legislación impositiva, existiendo en la actualidad controversias respecto a su tratamiento. En 1997 se publicó el decreto 1130/1997 que estableció los principales aspectos referidos al tratamiento fiscal de los instrumentos derivados. Ese decreto pasó a formar parte del cuerpo de la Ley del Impuesto a las Ganancias (IIGG) con la reforma impositiva llevada a cabo a fines de 1999. A continuación, veremos los aspectos relevantes de cada impuesto en materia de derivados. En el presente capítulo relevaremos el tratamiento fiscal

de instrumentos derivados en el ámbito nacional, sirviendo de plataforma para desarrollar de manera sucinta el tratamiento impositivo a nivel integral a desarrollarse en el capítulo IV del presente informe.

### **1.9.1. Impuesto a las ganancias.**

- Fuente: Si el resultado obtenido proviene de fuente argentina se encuentra gravado, en cambio si proviene de fuente extranjera no está alcanzado. La legislación establece que se consideran ganancias de fuente argentina a los resultados originados por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos derivados cuando el riesgo asumido se encuentre localizado en el territorio de Argentina (Art 7.1 - ley IIGG), esta situación se configura si la parte que obtiene los resultados es un residente o un establecimiento estable del país con domicilio aquí. En contraposición un residente que se domicilie en el exterior por definición nunca podrá tener rentas de fuente argentina por este tipo de operaciones ya que reside en el exterior y por el criterio adoptado por la ley son consideradas rentas de fuente extranjera las cuales no están gravadas en el impuesto.

- Categoría: Si quien obtiene el resultado por la operatoria de derivados es una persona física la misma se considerará dentro de la segunda categoría (Art 45 - inc. j ley IIGG). En cambio, si quien obtiene los resultados es un sujeto empresa deberá incluirse en la tercera categoría (Art 49 - ley IIGG).

- Imputación: Las rentas provenientes de instrumentos derivados de segunda categoría obtenidas por persona física se imputan por el criterio de lo percibido (liquidación del contrato). En cambio las rentas de tercera categoría de los sujetos empresas irán por el criterio de lo devengado (cierre de ejercicio).

- Alícuota; Persona física tributa la alícuota correspondiente a la escala progresiva del art 90 de la ley por la ganancia neta obtenida, en cambio sujeto empresa tributa siempre a la tasa establecida por la legislación vigente para este tipo de sujetos.

- Quebrantos: La ley de IIGG distingue entre operación de cobertura y especulativa. En el caso que los quebrantos sean originados por la operatoria con derivados de tipo cobertura, podrán compensarse con ganancias de cualquier tipo de la empresa, en cambio sí son motivo de operaciones de especulación, sólo podrán compensarse con ganancias originadas por el mismo tipo de operaciones y por un plazo no mayor a 5 años (Art 19 - ley IIGG).

Vistas las cuestiones generales, a continuación se analizan algunos aspectos particulares de cada derivado

### Forwards y futuros

Los aspectos fundamentales para determinar el tratamiento impositivo en los contratos de futuros y forwards son:

- Constitución del depósito en garantía: No genera el nacimiento del hecho imponible.
- Resultados generados por diferencia entre el valor de mercado del activo y el valor fijado en el contrato: Se considerará alcanzado para sujetos empresa por el criterio de lo devengado. Para el caso de personas físicas habitualitas imputaran el resultado por el criterio de lo percibido.
- Liquidación de la operación mediante la entrega del activo o la compensación de las diferencias: Si la operación concluye con la entrega física del bien se debe ver la naturaleza del mismo para ver si está gravado o exento (Art 20 - ley IIGG). Para el caso de operaciones que se liquidan por compensación, el ingreso se encuentra gravado sólo para sujetos empresas.

### Opciones

Los puntos clave en el análisis impositivo están dados en:

- Tratamiento de la prima: Las primas son conceptos independientes de la operación que finalmente se lleve a cabo. Dicho precio se paga para asegurarse el valor de compra o de venta de un activo determinado en fecha futura. En tal caso, las alternativas de valuación existentes podrían ser:
  - o Considerar las primas como gastos (o ingresos para el caso del lanzador) e imputarlas como resultado (podría ser en el momento de celebrarse el contrato o vía a prorrata a lo largo de este).
  - o Considerar las primas como derechos (u obligaciones) valuando las al valor de mercado del activo subyacente. En el caso que sea considerada un derecho no está alcanzada.
- Ejercicio de la opción -Entrega del activo subyacente: Para sujetos empresas, habitualistas la gravabilidad del resultado por la venta del activo subyacente estará en función de su naturaleza (idem forwards y futuros).

- Ejercicio de la opción-Liquidación por compensación: Dicho resultado estará gravado para empresas, personas físicas habitualistas. Para beneficiarios del exterior el resultado en este caso no se encuentra alcanzado.

### **1.9.2. Régimen de Retención.**

La RG 830 de la AFIP establece el tratamiento a otorgar a operaciones celebradas en mercados de cereales a término en lo que se refiere a retenciones de IIGG. El artículo 18 de la norma impone que las entidades (Mercado de Cereales a Término de Buenos Aires y Rofex) deben retener el impuesto sobre el importe de las diferencias que se generen en dicho lapso. De liquidarse la operación por compensación corresponde retener el gravamen a las alícuotas de 0,5% o 2% según se trate de sujetos inscriptos o no frente al gravamen, respectivamente. Para el caso que la operación se liquide mediante la entrega de la mercadería transada la retención a aplicar será del 2% o 10%, según se trate de sujetos inscriptos o no, respectivamente, sobre el excedente del mínimo no imponible.

### **1.9.3. Impuesto al Valor Agregado.**

La normativa establece que las prestaciones que se generen a raíz de instrumentos y/o contratos derivados que se liquiden por compensación los resultados estarán exceptuadas del gravamen; mientras que si el contrato se resuelve con la entrega del bien o servicio, aplicará la gravabilidad dispuesta en la ley. El artículo número 4 de la ley de IVA referido al hecho imponible se refiere a: “venta de cosas muebles situadas o colocadas en el país; la importación definitiva de cosas muebles; prestaciones realizadas en el exterior con utilización o explotación efectiva en el país por un responsable inscripto y prestaciones realizadas en el territorio nacional -obras, locaciones y prestaciones de servicios”.

Resumiendo, si el contrato se liquida con la entrega del bien, se debe analizar si el mismo entra en el ámbito del impuesto del artículo 4 y no goza de alguna de las exenciones previstas en el art 7 de la ley de IVA.

Los derechos de mercado (tasas de registro) y las comisiones que se liquiden están gravados con la alícuota general del 21%. En el caso de las opciones que a diferencia de los forwards, futuros y swaps tenemos el aditamento de la prima cobrada por sujeto responsable inscripto, esta última no está gravada.

#### **1.9.4. Impuesto a los Bienes Personales.**

Este impuesto grava a las personas físicas domiciliadas en el país por los bienes situados en el país y en el exterior al 31/12 de cada año. Los créditos de contratos de forwards y futuros se encuentran gravados para personas físicas del país, sin posibilidad de deducción de pasivos de acuerdo a la alícuota establecida en el art 25 de la ley correspondiente al impuesto.

#### **1.10. Estrategias con Instrumentos Derivados.**

En el presente apartado intentaremos explicar estrategias con instrumentos derivados, direccionados a casos representativos de los agentes económicos de la provincia de Santa Fe, de la manera más sencilla posible para que pueda ser de fácil comprensión para todos los destinatarios del presente informe, sin entrar en cuestiones matemáticas. Cabe destacar que más adelante en el tercer capítulo de esta obra se desarrollarán de manera integral casos prácticos de utilización de instrumentos derivados cuando.

##### **1.10.1 Estrategias con Futuros.**

###### **Cobertura corta con futuros**

¿Cuándo se utiliza?: Es lo apropiado cuando un productor agropecuario posee el activo en cuestión que espera venderlo en algún momento a futuro. Se usa para garantizar un precio de venta de la producción. Resulta lo más óptimo cuando el productor presupone que el precio del subyacente en el mercado tendrá tendencia bajista.

Procedimiento: Consiste en tomar una posición corta vendiendo contratos a futuro a un precio determinado.

Ventajas:

- Garantiza un precio de venta base.
- Permite obtener rendimientos importantes si el mercado cae luego de tomar la cobertura.
- Posibilita conocer los precios futuros para posiciones más allá de 12 meses calendarios.

#### Desventajas

- No permite capturar los incrementos de precios sin sufrir pérdida económica en el camino.

#### Cobertura larga con futuros

¿Cuándo se utiliza?: Es lo más apropiado cuando el productor tiene que comprar un activo a futuro que es vital para su proceso productivo como materia prima. Se usa para garantizar el precio de compra del subyacente. Es lo óptimo cuando se presupone que el precio del subyacente en el mercado tendrá tendencia alcista.

Procedimiento: Consiste en tomar una posición larga comprando contratos a futuro a un precio determinado.

#### Ventajas:

- Garantiza un precio de compra base.
- Permite obtener rendimientos importantes si el mercado aumenta luego de tomar la cobertura.
- Posibilita conocer los precios futuros para posiciones más allá de 12 meses calendarios.

#### Desventajas:

- No permite capturar las disminuciones de precios sin sufrir pérdidas económicas en el camino.

### **1.10.2 Estrategias con Opciones.**

#### Estrategias simples- Long PUT- Precio mínimo de venta

¿Cuándo se utiliza?: Es lo más apropiado cuando el productor tiene que vender un activo a futuro y necesita garantizarse un precio mínimo de venta. En esta situación la expectativa respecto del mercado es que los precios bajen.

Procedimiento: Consiste en comprar una opción put con un valor de ejercicio (K), El precio mínimo asegurado por el productor será el precio de ejercicio (K) menos la prima pagada al trader (p). A diferencia de la estrategia con

futuros en este caso la opción otorga el derecho pero no la obligación de ejercerla; por lo cual si el precio del activo al vencimiento de la opción ( $S(T)$ ) es superior al precio de ejercicio ( $K$ ) se deja expirar la opción.

Solamente se hará uso de esta cuando el precio al vencimiento de la opción ( $S(T)$ ) es menor al precio de ejercicio ( $K$ ) y esta diferencia sea menor a la prima pagada al trader ( $p$ ) o la compense en parte.

Ventajas:

- Precio mínimo de venta pero no máximo.
- Puede elegirse entre un amplio nivel de precios de ejercicios ( $K$ ).

Desventajas:

• Costo de la prima; comprar protección por un largo periodo de tiempo en mercados volátiles es costoso.

#### Estrategias simples- Long CALL- Precio máximo de compra

¿Cuándo se utiliza?: Es lo más apropiado cuando el productor tiene que comprar un activo a futuro que es clave para su proceso de producción y necesita garantizarse un precio máximo de compra para asegurarse una rentabilidad. En esta situación la expectativa respecto del mercado es que los precios aumenten.

Procedimiento: Consiste en comprar una opción call con un valor de ejercicio ( $K$ ). El precio máximo asegurado por el productor será el precio de ejercicio ( $K$ ) mas la prima pagada al trader ( $p$ ). A diferencia de la estrategia con futuros en este caso la opción otorga el derecho pero no la obligación de ejercerla; por lo cual si el precio del activo al vencimiento de la opción ( $S(T)$ ) es inferior al precio de ejercicio ( $K$ ) se deja expirar la opción, solamente se hará uso de esta cuando el precio del activo al vencimiento de la opción ( $S(T)$ ) sea mayor al precio de ejercicio ( $K$ ) y esta diferencia sea mayor a la prima pagada al trader ( $p$ ) o la compense en parte.

Ventajas:

- Precio máximo de compra asegurado.
- Puede elegirse entre un amplio nivel de precios de ejercicios ( $K$ ).

Desventajas:

• Costo de la prima; comprar protección por un largo periodo de tiempo en mercados volátiles es costoso.

### Estrategias Avanzadas- PUT Sintético

¿Cuándo se utiliza?: Es lo más apropiado cuando el productor tiene que vender un activo a futuro y quiere asegurarse un precio mínimo de venta, se utiliza esta estrategia cuando se proyecta que el mercado tendrá tendencia a la baja. Se llama put sintético ya que se va a recrear la compra de un put, pero en lugar de comprarlo directamente, se crea combinando la compra de un call con la venta de un futuro. En esta situación la compra del call se utiliza como estrategia de ajuste (o adaptación) a la venta de futuros realizada con anterioridad ante un cambio en las condiciones del mercado. Con la adquisición del call se adapta la estrategia de precios fijos a una de precios mínimos, con la posibilidad del productor de poder aprovechar un aumento en los precios. Si esto último sucede, el call sube de valor salvando las pérdidas en su posición en futuros o sumando valor al precio de venta.

Procedimiento: Para realizar esta estrategia el individuo debe adquirir una posición corta en futuros (short position) asegurando un precio de venta  $F(T;t)$ , a su vez también debe tomar una posición larga en opciones adquiriendo una opción call con un precio de ejercicio ( $K$ ), abonando una prima ( $p$ ). Al llegar al vencimiento, cuando el precio del subyacente es superior al de ejercicio de la call ( $S(T) > K$ ), la pérdida que se produciría por el futuro vendido se compensa ejerciendo la opción de la call. Los resultados del futuro vendido y la call se neutralizan entre sí ya que van en direcciones contrarias, quedando como pérdida la prima pagada ( $p$ ). Por otra parte, si al llegar al vencimiento el precio del subyacente es menor que el precio de ejercicio de la call ( $T < K$ ), esta no se ejercerá, dando lugar a la pérdida de la prima, pero se compensará con el beneficio derivado del futuro vendido. Por tanto, la combinación del futuro vendido y la compra de una call se comportan como si fuesen una put comprada: Beneficios ilimitados si el precio del subyacente cae y pérdidas limitadas a la prima pagada si el precio sube.

#### Ventajas:

- Excelente alternativa para quienes prefieren operar en el mercado de disponible (mediante la venta de futuros), manteniendo la posibilidad de beneficiarse con el aumento de precios.
- Puede ofrecer un piso mayor que la compra convencional de puts.

- Es una alternativa a comprar puts, los cuales pueden ser muy caros o no negociarse en ese momento.

Desventajas:

- Sujeto a márgenes y reconocimiento periódico de ganancias y pérdidas por su posición en futuros.
- Deben pagarse costos por la cobertura (prima del call.)

Estrategias Avanzadas- Long Straddle

¿Cuándo se utiliza? : Es lo más apropiado cuando el productor tiene que vender un activo a futuro, y no posee certeza acerca del movimiento del mercado, se utiliza esta estrategia cuando el mercado está plano o quieto (lo que equivale a primas baratas) y, tras un periodo de calma, se pronostica un movimiento o ruptura brusca en cuanto a la volatilidad de los precios en un corto tiempo sin estar seguros de la dirección que tomará ese movimiento (si será alcista o bajista). El productor avizora que el mercado se moverá pero no sabe hacia dónde.

Procedimiento: Para realizar un long straddle es necesario comprar al mismo tiempo una opción call y otra put del mismo activo al mismo precio de ejercicio ( $K_{put} = K_{call}$ ) y con la misma fecha de vencimiento. Con este planteamiento se obtendrán beneficios si el activo se mueve lejos del precio de strike, sin importar la dirección que tome ya que ganará por ambas tendencias. Si la tendencia de precio es bajista el inversor ganará dinero por la opción put mientras que si aumenta estará igualmente ganando dinero gracias a la opción call.

Ventajas:

- Estrategia ideal cuando el mercado es muy activo y volátil.

Desventajas

- Los costos de las primas son altos.
- Se requiere tener un conocimiento elevado del mercado y está únicamente recomendada para inversores profesionales que se manejan mejor en situaciones de riesgo.

**1.11. Riesgos y Crisis.**

Los derivados son instrumentos muy versátiles. Como hemos visto, se usan con fines de cobertura, especulación y arbitraje. Esta misma versatilidad es la que ocasiona problemas. A veces, los negociantes que tienen la orden de cubrir riesgos o seguir una estrategia de arbitraje se convierten (consciente o inconscientemente) en especuladores. Los resultados pueden ser desastrosos. Para evitar este tipo de problemas, es muy importante para los participantes, tanto entidades financieras como no financieras, establecer controles que garanticen que los derivados se usen con el propósito previsto. Es necesario establecer límites de riesgo y vigilar diariamente las actividades de los operadores para tener la seguridad de que se apeguen a ellos.

En la actualidad, y por lo general, la percepción que se tiene de los instrumentos derivados, es que son de alto riesgo, incontrolables y de no fácil comprensión, a esto se le suma la repercusión en medios financieros y económicos de desastres vividos por algunas entidades que habían incurrido en este tipo de operatoria.

En consecuencia, la idea de un derivado financiero no es la de considerarlo como un instrumento de control y gestión, sino como una fuente generadora de riesgos. Se pueden distinguir distintos niveles de riesgos:

- Riesgo operativo: se incluye aquí el riesgo de generación de pérdidas como resultado de deficiencias en los sistemas de información y de control interno, riesgo que es inherente a toda actividad financiera, pero que adhiere perfiles especiales en sede de derivados financieros.
- Riesgo legal: este riesgo hace referencia a la posibilidad de pérdidas derivadas del hecho de que un contrato no sea ejecutable o exigible en sus propios términos o, en otro caso, que no sea exigible por causa de la aplicación de determinada normativa imprevista en el momento de la celebración o de una nueva promulgación.
- Riesgo de crédito: el más obvio es el de “default”, lo que significa que la contraparte a la cual uno está expuesto dejará de realizar los pagos sobre las obligaciones que adquirió, por su incapacidad de efectuarlos.
- Riesgo de liquidez: este riesgo puede ser visto desde dos perspectivas. La primera, vista de alguien quien realiza una determinada inversión, en cuyo caso el riesgo de liquidez hace referencia al riesgo de inmovilización de recursos económicos como consecuencia de que un determinado activo

financiero no pueda ser objeto de liquidación en condiciones de mercado, con el consiguiente riesgo de pérdidas. En segundo lugar, el riesgo de liquidez, puede ser examinado desde el punto de vista global de la actividad empresarial desarrollada, y en este caso el riesgo hace referencia a la mayor o menor adecuación entre el grado de exigibilidad del pasivo y el grado de realización del activo.

- Riesgo de sistema: también denominado riesgo de pagos, se refiere al riesgo inherente a los modernos sistemas de liquidación y compensación, tanto en obligaciones de pago como de entrega de valores, cuya extrema complejidad facilita la existencia de interrupciones o errores de funcionamiento.
- Riesgo de mercado: hace referencia a la probabilidad de llegar a padecer una pérdida ocasionada por las variaciones experimentadas en el precio del instrumento financiero subyacente.

El papel de los derivados en la crisis financiera La crisis económica experimentada desde 2008 ha sido una de las mayores registradas en la historia. Las crisis económicas se pueden vincular con las crisis financieras, puesto que diversos estudios demuestran que una crisis en los mercados financieros puede derivar en una crisis económica global.

Además, existen voces que afirman que la reciente crisis guarda relación con la materia de este informe, los instrumentos derivados, especialmente los financieros, y por lo tanto conviene hacer una reflexión al respecto para lograr tener una idea de la repercusión que en el desarrollo de la crisis generó la utilización de estos instrumentos. En primer lugar, es necesario hablar del proceso de titulización, ya que es un hecho fundamental a la hora de explicar algunas de las causas de la crisis. La titulización consiste en la creación de instrumentos de inversión que se ven respaldados por activos, es decir, supone la creación de valores a partir de préstamos y otros activos que generan intereses.

En el comienzo, los bancos financiaban las hipotecas mayoritariamente con los depósitos, pero a partir de la década de 1960, la demanda de hipotecas se incrementó y los depósitos se volvieron insuficientes para dar respuesta, por lo que hubo que recurrir a este método para conseguir satisfacer las demandas de los clientes, siendo los primeros préstamos sujetos a titulización las hipotecas de Estados Unidos en las décadas de 1960 y 1970, los cuales estaban respaldados

por la Government National Mortgage Association, debido a la gran aversión al riesgo de los inversores. Posteriormente se procedió a titular los préstamos para automóviles, préstamos corporativos, las cuentas por cobrar sobre tarjetas de crédito y las hipotecas de alto riesgo.

El estallido de la llamada burbuja tecnológica, situado en el cambio de siglo, también se ha asociado con la crisis del 2008, puesto que cuando el mercado de capitales colapsó en el año 2000, para salir de la depresión se incentivó el consumo y crédito mediante una bajada de los tipos de interés, principalmente en Estados Unidos, provocando que los pagos de las hipotecas fuesen más baratos y, por consiguiente, se generó un aumento de la demanda inmobiliaria y una posterior subida del precio de estos bienes. Es por ello que cuando la Reserva Federal decidió subir los tipos de interés el precio de la vivienda y las ventas de los inmuebles cayeron inmediatamente, y ese hecho hizo aflorar los primeros problemas. Las entidades intentaron mantener el nivel de negocio acercando los préstamos hipotecarios a clientes que hasta el momento quedaban excluidos por riesgo de insolvencia, dando lugar a la aparición de las hipotecas de baja calificación crediticia o subprime, muchas de las cuales resultaban impagadas, ocasionando que las entidades comenzarán a tener crisis de liquidez, llevando a muchas entidades hipotecarias a la quiebra.

En 2006, la crisis inmobiliaria se empezó a trasladar a la Bolsa, lo que generó una caída del índice bursátil estadounidense. A la altura del año 2007, para trasladar el riesgo de impago asociado a la deuda hipotecaria subprime, se empleaban masivamente instrumentos como los CDO y los CDS, que se negociaban en los mercados financieros internacionales. Estos instrumentos contaban con una alta calificación por parte de las agencias de rating y ello provocó que inversores de otros países compraran estos bonos (llamados posteriormente “bonos basura”), pensando que la calificación estaba ajustada a la realidad, y así fue como la crisis financiera norteamericana se extendió a otros países. Se ha visto que son múltiples los motivos a los que achacar la gestación de la crisis. Sin embargo existen algunos autores, que van más allá y consideran que es una crisis de dirección (puesto que muchos directivos consiguieron beneficios extraordinarios, elevadas cotizaciones, prestigio, poder, reputación y remuneraciones; pero no consiguieron ser buenos gestores de sus empresas), y que se podría haber evitado incorporando algo más de ética a los objetivos, estructuras y culturas de las organizaciones.

## **Capítulo II: “RELEVAMIENTO SOBRE USO DE DERIVADOS EN EL PAÍS”**

A lo largo de toda la historia la producción y comercialización de granos ha sido la actividad más importante y con más tradición de la economía Argentina, especialmente en provincias como Santa Fe.

Las decisiones en la actividad agrícola por sus propias características se gestan siempre en condiciones de riesgo. Esta aseveración es consecuencia de que las variables que conforman la toma de decisiones de los agricultores están sujetas a variaciones climáticas, socioculturales y económicas desde el momento en que se decide sembrar hasta el momento en que se efectúa el proceso de cosecha. Al día de la fecha se continúan produciendo y comercializando los alimentos primarios de una forma muy simple con escaso valor agregado sin adentrarse en las nuevas formas de mercados; existen tiempos de cosecha en que los productos no valen lo suficiente traduciéndose en pérdidas para los productores agropecuarios y tiempos de escasez en los que sube demasiado el precio de los productos y los perjudicados son los compradores y consumidores. Ante tamaña volatilidad de los precios del sector, el productor agropecuario necesita encontrar alguna herramienta que le permita diversificar y acotar riesgos de manera eficiente y con bajos costos.

Los instrumentos derivados cumplen ese rol. Sin embargo alcanzar dichos objetivos de manera óptima exige la disponibilidad de instrumentos, mercados líquidos y profundos, regulación y supervisión adecuada, en línea con las mejores prácticas internacionales y con el respaldo jurídico-legal que brinde garantías en las operaciones. En la actualidad nuestro país enfrenta una serie de limitaciones en cuanto al uso y desarrollo del mercado de derivados que entorpecen el normal desempeño. Si bien en los mercados internacionales se han desarrollado numerosos estudios sobre el uso de derivados para la gestión del riesgo por parte de las empresas de diferentes rubros, incluidas las relacionadas con el agro, en Argentina estas investigaciones se encuentran en una fase muy joven. Lo aludido precedentemente da cuenta la enorme necesidad e interés por desarrollar un mercado de derivados cada vez más sofisticado en el que sean más los actores involucrados en el uso de los instrumentos.

Con este trabajo de investigación se pretende fomentar y profundizar el uso de instrumentos derivados en la provincia de Santa Fe y demostrar como el

productor agropecuario puede incluir esta operatoria dentro de su estrategia corporativa para mitigar la volatilidad de los precios de los commodities.

## **2.1. Relevamiento de instrumentos derivados**

Los mercados financieros internacionales han sufrido importantes modificaciones en los últimos años en su intento por adaptarse a los cambios ocurridos en los mercados. Si bien las modificaciones han estado presentes en todos los segmentos de derivados, vemos que los derivados correspondientes a la renta variable son los de mayor crecimiento. Esas transformaciones tienen que ver esencialmente con su carácter innovador, el incremento de su complejidad y el carácter de las operaciones.

La evolución del mercado de instrumentos derivados financieros está estrechamente relacionada con el comportamiento del resto de los segmentos que conforman los mercados financieros, como el crediticio, el de acciones y el de divisas, así como el de commodities por ser estos los activos subyacentes de tales contratos. Como parte de los mercados financieros, el de derivados no está ajeno a las tendencias que prevalecen en las finanzas internacionales, entre las que se destacan la liberalización, la desregulación y la desintermediación financieras, ni al contexto general de globalización e internacionalización en esta esfera.

Además, eventos coyunturales, como las crisis y los eventos disruptivos en los mercados, han incidido de manera importante en su desempeño. En particular si observamos el volumen de contratos negociados en los últimos años vemos que la crisis derivada del covid 19 fue determinante para la evolución reciente de los derivados financieros.

### **Estructura del mercado**

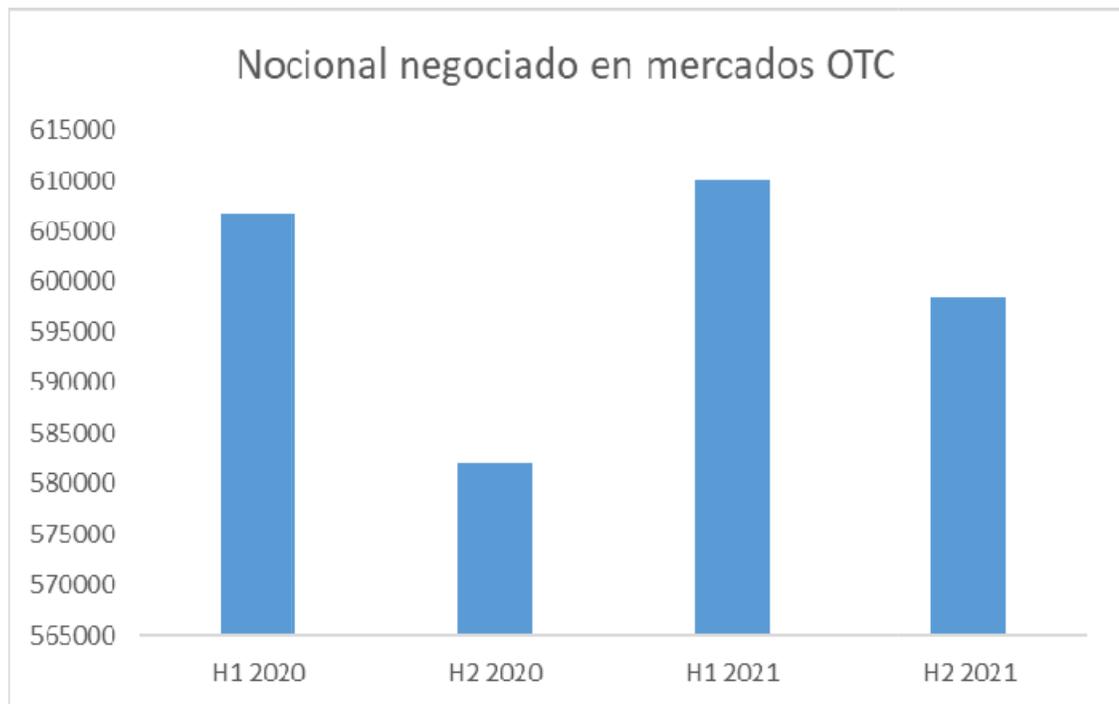
Para comenzar nuestro análisis es relevante repasar cómo está formado el mercado de derivados global. Por la caracterización de los derivados donde su finalidad es obtener cobertura o especulación sobre un activo subyacente muchas veces cuesta encontrar negociaciones parametrizadas de los mismos. Cuando hablamos de esto hacemos referencia a la negociación en bolsas y mercados autorizados.

La Bolsa es un mercado organizado y regulado, en el que la negociación de activos se realiza entre compradores y vendedores de manera segura, transparente y sistemática. En cambio, Over the Counter u OTC es un mercado descentralizado en el que los agentes realizan transacciones directamente entre sí, sin una contraparte central. Además en las bolsas de valores y/o derivados los contratos a negociar generalmente están parametrizados mientras que en los mercados OTC se elaboran contratos de derivados prácticamente a medida. En la siguiente tabla destacamos la diferencia entre ambos:

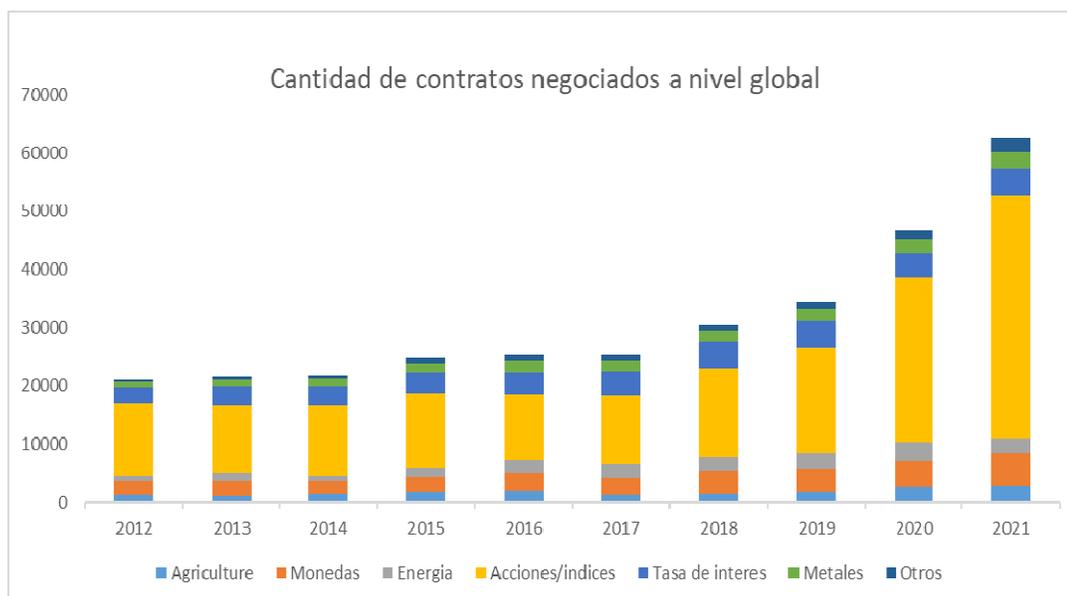
	<b>MERCADOS INSTITUCIONALIZADOS</b>	<b>MERCADO “OTC”</b>
Contratos típicos que se negocian:	Contratos de futuros y contratos de opciones	Contratos de canje (swaps) y contratos a término (forwards)
Parametrización de los contratos:	Se negocian contratos estandarizados. Los mercados institucionalizados autorizados a funcionar diseñan los términos y las condiciones de los contratos (unidad de negociación, fecha de vencimiento, márgenes de garantía, porcentaje o monto de fluctuación máxima diaria admitida) y someten los mismos a aprobación del organismo de control.	Se negocian contratos a medida. Las partes diseñan los términos y las condiciones de los contratos en un marco de flexibilidad y conveniencia mutua
Órganos de contralor	Se negocian bajo reglas de mercados institucionalizados, las cuales son previamente aprobadas por un organismo de control. (CNV)	Se negocian en forma privada siguiendo las prácticas comerciales generalmente aceptadas.
Cancelación del contrato al vencimiento	Antes del vencimiento las partes pueden cancelar las posiciones tomadas realizando la operación inversa.	No hay posibilidad de abandonar la posición antes del vencimiento sin el consentimiento de la otra parte.
Poseen cotización	SI - Los datos de las transacciones concertadas son registrados diariamente y difundidos públicamente.	NO - No existe un mercado secundario por cuanto las transacciones no tienen cotización en un mercado formal
Contraparte y riesgos de incumplimiento	Una vez registradas las transacciones las partes pierden identidad, y el mercado asume la posición de la contraparte.	Las partes asumen todas las responsabilidades de la transacción por lo que existe riesgo de incumplimiento de la contraparte
Márgenes y compensaciones intermedias	A través de su organización de clearing o de compensación, aplican el sistema denominado internacionalmente “market to market” o de liquidación diaria de pérdidas y ganancias de todos los contratos registrados. Todas las partes que registran contratos deben diariamente cumplir con sus obligaciones de reponer márgenes surgidos por la diferencia del precio pactado originariamente con el precio de ajuste diario.	Las partes utilizan acuerdos marco que contienen cláusulas específicas sobre neteo a ser ejecutadas en caso de incumplimiento de las obligaciones. Las partes cuentan con sistemas propios de cálculo diario de exposición de riesgo asumida en las operaciones con derivados (en varios casos, este control interno es requerido por regulaciones).
Garantías	Al garantizar las operaciones el Mercado, no hay riesgo por incumplimiento de la contraparte, sólo el riesgo - más remoto- de incumplimiento del Mercado.	Las partes determinan, inicialmente en el contrato, las garantías de las transacciones

### Los mercados derivados en el mundo

Retomando el punto anterior se observa que la mayor parte del negocio de los derivados financieros se produce OTC, esto se explica por el volumen experimentado por los acuerdos de tasas de interés que son el tipo de derivado más utilizado.



Vemos en el gráfico anterior que el notional negociado ronda entre los 550 y 610 trillones de dólares. Cuando hablamos de notional nos referimos al monto total del contrato es decir el precio de mercado por la cantidad de unidades que significa cada contrato. Cabe destacar que esto significa 750% más que el tamaño de la economía mundial.



Cuando analizamos la cantidad de contratos negociados a nivel mundial en mercados organizados vemos que el crecimiento que ha experimentado es contundente. Vemos que el crecimiento de la negociación se da de la mano de eventos que generaron mayor volatilidad a los mercados. En 2018 tuvimos la guerra comercial entre Estados Unidos y China; mientras que en 2020, Covid llenó de volatilidad a casi todos los mercados del planeta. Claramente, la utilización de los derivados financieros se dio por la existencia de productos representativos para mitigar riesgos y/o en otros casos para especular. Esto es un punto relevante cuando llevamos esto a nuestro país. En el caso de los derivados agropecuarios encontramos los productos para, por ejemplo, cubrirnos a la hora de la baja del precio de la soja; o por parte de una industria, cubrirse por la suba del precio del trigo, su principal insumo. Algo similar ocurre con el mercado de acciones pero en menor medida. Sin embargo, cuando profundizamos sobre títulos públicos, créditos privados, derivados de tasas de interés, etc no encontramos instrumentos que nos permitan una utilización adecuada.

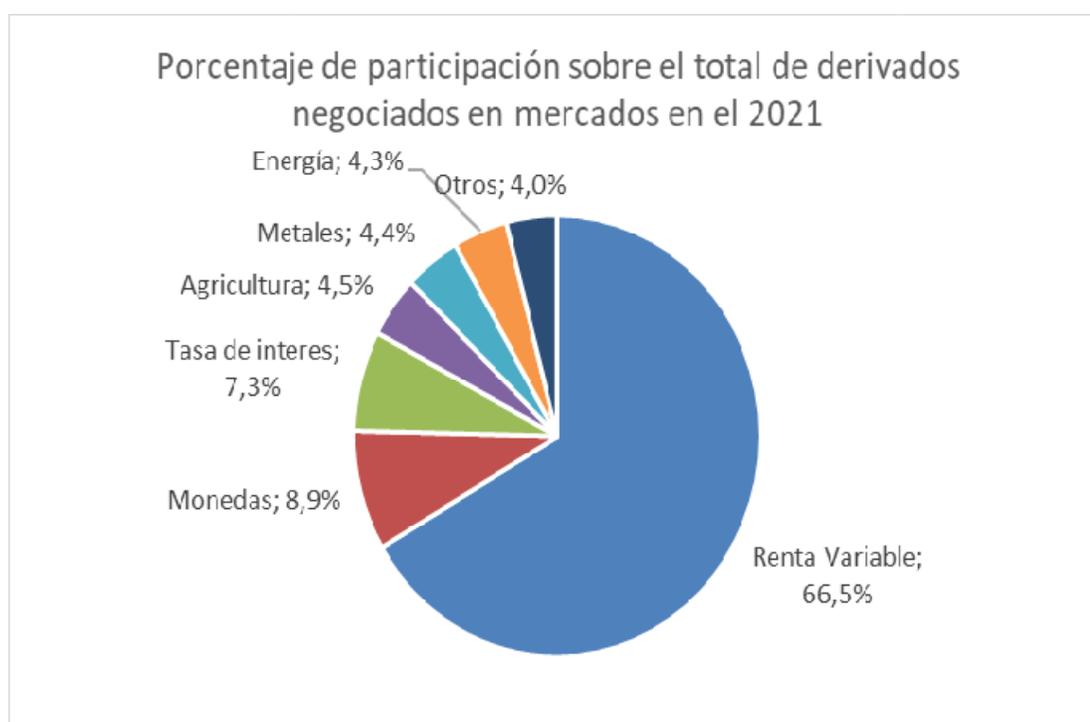
La producción agroindustrial constituye la principal actividad económica de la provincia de Santa Fe por lo que los derivados agropecuarios constituyen un punto importante. Vemos que la utilización de los mismos sobre otro tipo de industrias es más que destacado debido a la incorporación que tienen los mismos tanto como cobertura y especulación.

**Volumen de futuros y opciones por categoría**

Category	Ene-Dic 2021 Vol	Ene-Dic 2020 vol	Var %	Dic Open intereses	Dic 2020 Open Interes	Var % OI
Renta Variable	41.643.207.304	28.379.423.779	46,7%	749.095.409	726.627.637	3,1%
Monedas	5.542.070.172	4.512.602.976	22,8%	35.616.555	32.726.530	8,8%
Tasa de interes	4.577.345.777	4.115.441.972	11,2%	172.810.694	173.541.011	-0,4%
Agricultura	2.820.109.552	2.570.657.307	9,7%	23.622.214	22.988.649	2,8%
Metales	2.765.534.503	2.398.531.605	15,3%	15.227.172	14.268.665	6,7%
Energía	2.710.751.767	3.151.107.672	-14,0%	61.400.612	61.463.956	-0,1%
Otros	2.525.665.045	1.687.584.826	49,7%	17.984.453	16.410.463	9,6%
Total	62.584.684.120	46.815.350.137	33,7%	1.075.757.109	1.048.026.911	2,6%

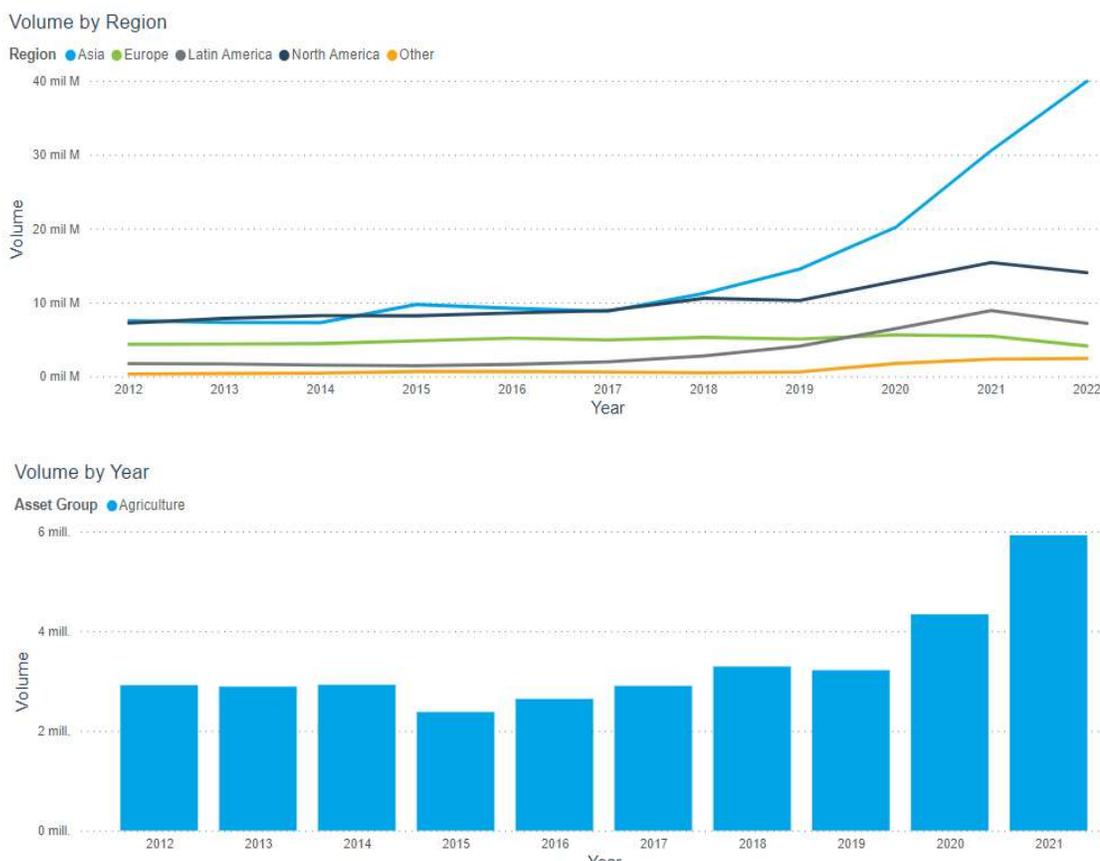
Fuente: FIA

A nivel global vemos que los derivados agropecuarios representan el 4.5% del total negociado, marcando un crecimiento de 9,7% respecto al año 2020.



Otro dato que nos interesa es el volumen por región cuando hablamos de mercados organizados. El volumen negociado tuvo una explosión de crecimiento en Asia producto de mayor conectividad y apertura al mundo. El crecimiento en Asia viene de la mano del crecimiento en la negociación de contratos de índices y acciones.

“Estudio sobre instrumentos derivados para la provincia de Santa Fe”  
 Fundación para los Estudios Internacionales  
 Mendoza 444 - Rosario, Santa Fe - C.P. 2000



Si nos enfocamos en los mercados agropecuarios vemos que el crecimiento ha sido considerable también. La gráfica superior muestra la cantidad de contratos negociados en los mercados agro principalmente en MATBA ROFEX y B3, los dos principales mercados de la región.

Argentina en el mercado de derivados.

Argentina cuenta con dos importantes mercados de futuros agropecuarios y financieros: MATBA ROFEX y MAE. MATBA ROFEX, con sede en la ciudad de Rosario, hoy ocupa una posición relevante a nivel mundial. Se ubica -casi todos los años- cerca del puesto N° 26 en el ranking de FIA (Futures Industry Association) sobre 78 mercados de futuros en todo el mundo.

"Estudio sobre instrumentos derivados para la provincia de Santa Fe"  
Fundación para los Estudios Internacionales  
Mendoza 444 - Rosario, Santa Fe - C.P. 2000

Post	Exchange	Flight. 2021	Flight. 2020	Var.
1	National Stock Exchange of India	17.255.329.463	8.850.473.823	94,97%
2	B3	8.755.773.393	6.342.883.080	38,04%
3	CME Group	4.942.738.176	4.820.589.858	2,53%
4	Intercontinental Exchange	3.317.893.282	2.788.944.012	18,97%
5	Nasdaq	3.292.840.477	2.660.595.514	23,76%
6	CBOE Holdings	3.095.692.862	2.614.108.017	18,42%
7	Zhengzhou Commodity Exchange	2.582.227.206	1.701.847.321	51,73%
8	Shanghai Futures Exchange	2.445.774.713	2.128.613.700	14,90%
9	Dalian Commodity Exchange	2.364.418.367	2.207.327.866	7,12%
10	Korean Exchange	2.281.738.234	2.184.930.969	4,43%
11	Moscow Exchange	2.101.589.316	2.119.939.033	-0,87%
12	Boris Istanbul	2.081.042.040	1.517.476.458	37,14%
13	Eurex	1.703.293.825	1.861.416.584	-8,49%
14	BSE	1.607.775.410	924.427.025	73,92%
15	Miami International Holdings 1	1.338.182.359	827.454.642	61,72%
16	TMX Group	613.028.878	318.018.983	92,76%
17	Hong Kong Exchanges and Clearing	433.092.595	437.073.315	-0,91%
18	Taiwan Futures Exchange	392.202.371	341.393.346	14,88%
19	Japan Exchange Group	333.638.732	454.261.835	-26,55%
20	Singapore Exchange	232.104.773	247.510.317	-6,22%
21	ASX	199.239.748	224.853.882	-11,39%
22	Multi Commodity Exchange of India	176.883.766	221.016.837	-19,97%
23	Euronext 5	175.570.481	169.728.724	3,44%
24	Euronext	164.051.549	175.583.217	-6,57%
25	Thailand Futures Exchange	135.117.308	120.193.573	12,42%
<b>26</b>	<b>Matba rofex</b>	<b>129.544.714</b>	<b>117.485.220</b>	<b>10,26%</b>
27	China Financial Futures Exchange	122.033.163	115.281.396	5,86%
28	Tokyo Financial Exchange	67.769.003	49.688.268	36,39%
29	Tel Aviv Stock Exchange	38.871.839	42.406.411	-8,33%
30	London Stock Exchange Group	34.224.305	28.911.476	18,38%

Fuente: MATBA ROFEX

Pero el importante volumen negociado por ROFEX surge principalmente de las operaciones de la división financiera con su producto estrella: Futuros de dólar. Este producto de gran negociación ocupó el noveno (7°) lugar en el ranking de los contratos de futuros de moneda más negociados a nivel mundial en el 2021. Negoció casi U\$S 110 mil millones durante el año pasado.

### Derivatives on Foreign Currency

Post	Exchange	Flight. 2021	Flight. 2020	Var.
1	US Dollar / Indian Rupee Options, National Stock Exchange of India	1.458.035.383	776.695.344	87,70%
2	Mini US Dollar Spot (WDO) Futures, B3	825.061.535	697.418.812	18,30%
3	USD/RUB Futures, Moscow Exchange	786.281.346	755.425.507	4,10%
4	US Dollar / Indian Rupee Futures, National Stock Exchange of India	664.212.770	605.182.124	9,80%
5	US Dollar / Indian Rupee Options, BSE	426.595.296	336.417.376	26,80%
6	US Dollar / Indian Rupee Futures, BSE	347.479.246	312.457.722	11,20%
7	US Dollar Futures, Matba Rofex	110.753.360	112.821.268	-1,80%
8	US Dollar Futures, Korea Exchange	99.118.672	105.524.538	-6,10%
9	TRY/USD Futures, Borsa Istanbul	84.828.671	52.352.244	62,00%
10	GBP/Indian Rupee Futures, National Stock Exchange of India	83.295.871	70.931.798	17,40%

Further information: Futures Industry Association

Cabe destacar igualmente que en derivados agropecuarios, la operatoria de MATBA ROFEX es bastante reducida si la comparamos con el mercado de referencia a nivel mundial que es Chicago. El total de toneladas transadas en todos los derivados agropecuarios comercializados vía MATBA ROFEX en el ejercicio anual cerrado al 30/12/2021 alcanzó apenas a 60.1 millones de toneladas. En el año 2020, ROFEX había operado futuros y opciones agropecuarias por 53,4 millones de toneladas aproximadamente, correspondiendo a las operaciones con delivery (entrega física de la mercadería) cerca de 48.5 millones de toneladas.

En el 2021 y en lo que va del corriente año se observa una fuerte suba en la operatoria de futuros agropecuarios en Argentina. Esto obedece a la mayor

comercialización de granos producto de mayores precios internacionales y la mayor volatilidad del mercado de granos

Si comparamos Argentina con la operatoria del mercado de referencia de Chicago (CBOT) veremos que los mercados locales ( MATBA-ROFEX) tienen una asignatura pendiente: crecer fuertemente en los próximos años en derivados agropecuarios.

Durante el año 2021 se negociaron en el Mercado de Chicago 3.400 millones de toneladas de trigo, 6.360 millones de toneladas de soja y 8.170 millones de toneladas de maíz, sumando contratos de futuros y opciones. Tomando las estimaciones del USDA para la cosecha estadounidense 2021, el volumen operado en CBOT equivale a negociar 75 veces la producción anual estadounidense de trigo, 52 veces la de soja y 20 veces la producción anual de maíz de USA.

Relación de volumen negociado y producción en EE.UU 2021			
Datos	Soja	Trigo	Maíz
Producción (mill tn)	119,75	44,4	382,89
CME Volumen (mill tn)	6360	3400	8170
Relación	52,11	75,58	20,34

Fuente: Elaboración propia con datos de USDA y CME Group

En cambio, si observamos a Argentina vemos que la relación es inferior a uno. Teniendo en cuenta la totalidad de la producción de granos vemos que la relación con los volúmenes negociados es alrededor del 0.50.

Relación de volumen negociado y producción en Argentina			
Año	2019	2020	2021
Producción (mill tn)	99	120	127,5
Volumen Negociado (mill tn)	53,4	53,400	60,08
Relación	0,539	0,445	0,471

Fuente: Elaboración propia con datos de BCR y MATBAROFEX

Lógicamente que no podemos comparar un mercado de referencia a nivel mundial como es Chicago con dos mercados locales sumados como Rofex y MATBA. En el primero opera el grueso de las finanzas mundiales, con los grandes hedgers genuinos (principales productores, exportadores, comerciantes e

industrias del mundo) y una gran presencia de especuladores (principalmente fondos de inversión internacionales). A nuestros mercados les falta una masa crítica de especuladores que proporcione la liquidez necesaria para que los hedgers puedan vender y/o comprar grandes volúmenes con facilidad. Recordemos que ambos jugadores tienen roles bien definidos y complementarios. Mientras los hedgers buscan deshacerse del riesgo precio, los especuladores lo asumen tratando de beneficiarse con los cambios de esos precios. Los especuladores, en definitiva, son los que facilitan las operaciones de cobertura brindando liquidez al mercado.

### Limitaciones.

Como ya se mencionó a lo largo del trabajo el desarrollo de un mercado de capitales (bursátil y de derivados) trae aparejado mejoras en los índices macroeconómicos de un país. No obstante, desde una perspectiva micro permite acotar los riesgos inherentes a la toma de decisiones económicas y financieras tanto de familias, como así también de las empresas que componen la sociedad (dentro de las cuales está el productor agropecuario). Lo que se espera de un mercado óptimo es que, otorgue seguridad a la actividad comercial, y que facilite el movimiento de dinero en las transacciones comerciales. Es muy difícil encontrar en el mundo actual un país que tenga una economía desarrollada sin tener un mercado de capitales consolidado. Las grandes potencias europeas, asiáticas y norteamericanas lo tienen. Y en Latinoamérica, si bien los mercados han crecido a pasos agigantados en los últimos años, se encuentran algunas excepciones, entre las que se destaca la Argentina, donde el crecimiento viene desarrollándose de manera muy paulatina. Para darnos una idea, cabe tener en cuenta que a nivel mundial menos del 1% de la población invierte en el mercado de capitales. Si se realiza foco estrictamente en Argentina el número es incluso menor. Un reciente estudio del año 2016 de la Cámara Argentina de Agentes de Bolsa realizado entre 2.470 adultos bancarizados de ingresos medios indica, que a nivel país sólo 6 de cada 1000 argentinos invierte en la bolsa (0,6%). El informe además revela que de aquellos individuos que tuvieron la posibilidad monetaria y realizaron una inversión durante el último tiempo el 60% compró dólares y una proporción igual hizo depósitos a plazo fijo. Sacando esas dos inversiones, que encabezaron el ranking, el resto de las opciones quedaron como minoritarias: 12% se inclinó por bonos y letras, 11% propiedades, un escaso 8% adquirió acciones y otro 5% se inclinó por otras alternativas financieras (aquí aparecen los derivados financieros). Los resultados arrojados, muestran claramente la escasa participación del mercado de

capitales en la mente de los argentinos cuando deciden colocar su dinero. Puntualizando un poco más en el ámbito de los derivados, la evidencia empírica revela también el poco uso de los instrumentos disponibles en el mercado por parte del productor agropecuario como herramientas dentro de su estrategia corporativa. Según se desprende de la “Encuesta sobre Necesidades del Productor Argentino” (ENPA) efectuada entre 800 productores de Santa Fe, Buenos Aires y Córdoba en el año 2015, el 74% de los productores agropecuarios no realizó operaciones en los mercados de derivados en la última campaña. Entre los medianos productores (250 a 600 hectáreas), sólo el 19% de ellos manifestó haber utilizado el mercado a término. Este porcentaje crece a 35% para los Mediano-Grandes (601 a 1840 hectáreas) y a 43% en los Grandes (1841 a 9999 hectáreas). Para el caso de los ‘Mega-Productores’ (más de 9999 hectáreas) el 89% plantea haber utilizado estos mercados en la campaña. En definitiva, en términos de tamaño, a medida que crece el número de hectáreas operadas existe una tendencia mayor a operar en mercados a término. (Coria, 2018)

Siguiendo con los resultados arrojados por la ENPA, a continuación, se exponen las razones por las cuales los productores agropecuarios no utilizaron el mercado de derivados durante la última campaña.

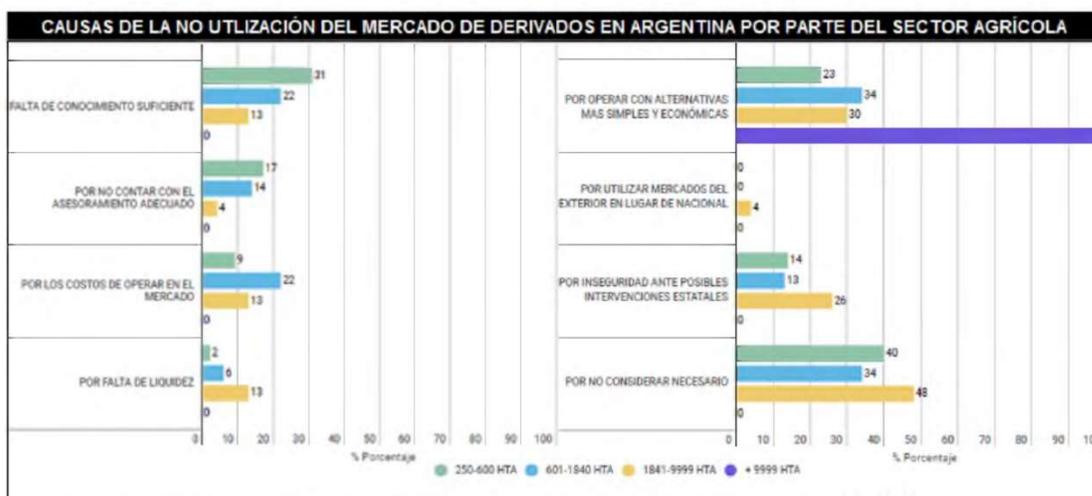


Figura 15. Causas de la no utilización del mercado de derivados en Argentina por parte del sector agrícola. - Fuente: (2015) ENPA.

Tal como se observa, diversas son las razones que limitan el desarrollo del mercado en nuestro país. A continuación, se describen las mismas agrupándolas en tres categorías:

### **Factores Culturales**

- **Desconocimiento:** Desde la Comisión Nacional de Valores (CNV) informaron que tres cuartos de la población económicamente activa con ingresos medios altos y capacidad de ahorro no conoce los instrumentos financieros y mucho menos los derivados agrícolas. Si bien los argentinos piensan que son expertos en temas económicos y financieros, son pocos los que realmente estudian y están informados. Agregado a ello, al ser la bolsa un lugar donde hay bastante volatilidad de precios, existe el mito en general de pensar en la bolsa como algo azaroso. Ello en realidad ocurre puramente por desconocimiento o falta de cultura financiera. La consecuencia de esto último es que se asocie las subas o bajas bruscas en los mercados (ya sea el precio de las acciones, o el precio del subyacente) con un juego de azar, lo que hace que pocos argentinos quieran tener acciones, bonos, e incluso adentrarse en la comercialización de instrumentos más complejos como los derivados. Según los resultados arrojados por la encuesta ENPA, de los productores agrícolas consultados el 31% de los productores medianos, el 22% de los mediano-grandes y el 13% de los grandes productores no utilizaron el mercado de derivados durante la última campaña por falta de conocimiento. (Coria, 2018)
- **Desconfianza y falta de asesoramiento adecuado:** La gente no confía en los balances y en la transparencia de la bolsa local. Por lo general un productor o inversor de tipo pequeño si no tiene una persona de confianza, es muy poco probable que se atreva a invertir en la bolsa para adquirir un instrumento derivado porque es visto como algo muy riesgoso. Según los resultados de la encuesta ENPA, el 17% de los productores medios, el 14% de los productores medianos-grandes y el 4 % de los productores grandes no utilizaron el mercado de derivados local por falta de asesoramiento adecuado. (Coria, 2018)
- **Ilíquidez del mercado y reticencia a compartir información:** Existe una cierta reticencia de los dueños de las compañías potenciales a ingresar al mercado a abrir sus empresas y someterse al control sobre las mismas por parte de terceros, a diferencia de lo que ocurre en los países sajones donde existe un fuerte arraigo hacia el mercado de capitales. Es decir, hay una preferencia por el control societario y por una menor exigencia de información y de cumplimiento normativo. En este sentido, cabe destacar que parte del empresariado argentino se encuentra fuertemente basado en una estructura de carácter familiar y existe un alto grado de informalidad en

la actividad por lo cual no es muy proclive a abrir sus informes y estados contables a la población y a cumplimentar todos los requisitos solicitados por los organismos de contralor para ingresar y operar en el mercado bursátil y de stocks. El resultado de ello es pocas empresas cotizantes y partícipes, operando muy bajos volúmenes lo que convierte al mercado en ilíquido. Según los resultados de la encuesta ENPA, el 2% de los productores medios, el 6% de los productores medianos-grandes y el 13 % de los productores grandes no utilizaron el mercado de derivados local por considerarlo poco líquido con bajo nivel de operatoria de instrumento.

- **Vacío educacional:** Hoy en día existe un vacío educacional en temas referentes al dinero. Es claro que la educación financiera y bursátil es todavía escasa en la mayoría de la población. Este es uno de los puntos más importantes sobre los que se puede actuar directamente para promover mayor participación, especialmente de las generaciones más jóvenes que tienen mayor predisposición a participar de asuntos que involucren contar con herramientas de gestión estratégica no convencional y/o tradicional, aprovechando el uso de instrumentos derivados. La Encuesta de Necesidades de Productor Agropecuario (ENPA), muestra que, en términos de nivel de estudio, el 100% de los productores quienes carecen de estudios no han operado en mercados a término. Así, el porcentaje de quienes no han operado se reduce a medida que el nivel educativo crece: 85% de quienes tienen estudios primarios, 77% secundarios, y 63% de quienes tienen terciario. El porcentaje crece levemente entre aquellos que tienen estudios universitarios, ascendiendo a 70%; y en cambio, vuelve a la lógica de reducirse a total de entre quienes tienen posgrado, donde el 53% no ha operado. En resumen a medida que se tiene un mayor grado de estudio, los productores tienden a operar más en el mercado de derivados. (EMPA, 2016)

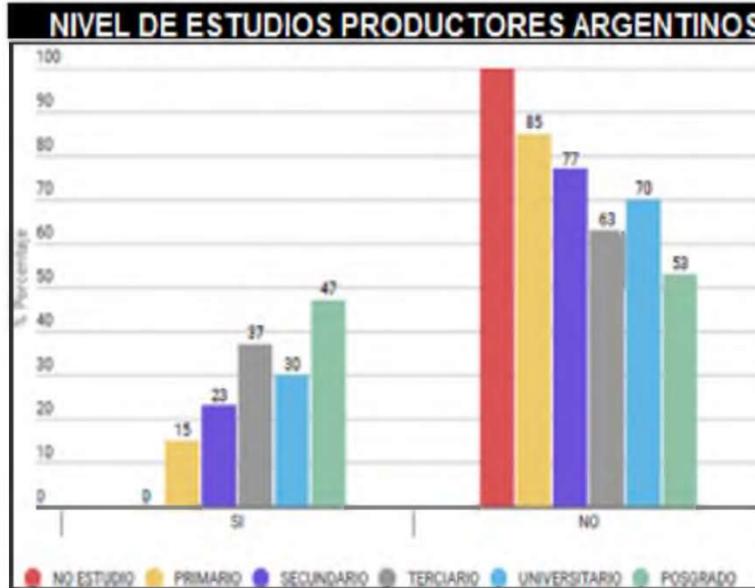


Figura 16 : Nivel de estudios de productores Argentinos.-Fuente:(2016) ENPA.

### Factores Económicos

- **Contexto de inestabilidad económica e intervención estatal:** La falta de estabilidad económica y normativa que el país ha exhibido a través del tiempo es quizás el motivo más importante por el que faltan más participantes en las bolsas de valores y de cereales. La volatilidad normativa y económica impacta directamente sobre la volatilidad de los precios de los activos financieros y de los commodities. Esta característica potencia la participación de los inversores más propensos al riesgo y desalienta la de los inversores más conservadores, que parece ser una característica de la sociedad argentina. Esto explica las preferencias por los plazos fijos y las divisas extranjeras a la hora de invertir o la contratación de seguros a la hora de cubrirse por parte del sector agropecuario. Sin dudas, las reiteradas crisis económicas de la Argentina han dejado mucho temor hacia las operaciones en los mercados. Los cambios de la economía producto de las dos grandes crisis en los últimos 20 años (la hiperinflación del 1989/90 y la crisis 2001/02) con un intervencionismo brutal del estado en la economía privada, a la que se le puede agregar la crisis internacional desatada en 2008, provocaron que un gran número de empresas se retiraran de la bolsa. Esto se debió en algunos casos por la quiebra de empresas producto de acciones de políticas públicas y en otros por la transnacionalización, dado que los grupos que tomaron el control de las empresas, como en el caso de varias de las empresas privatizadas de

servicios públicos, prefirieron cotizar en mercados extranjeros. El resultado final es que en las últimas décadas han sido muchas más las empresas que se retiraron del mercado que las que ingresaron. Dentro de esta dinámica se observa que se han ido empresas pequeñas y que han ingresado empresas grandes. Las consecuencias de esta situación se traducen en un mercado reducido con pocas empresas cotizantes, menores volúmenes de negociación (muy poca liquidez) y una menor concentración de los negocios en las empresas que conforman el Merval y que operan en MATBA ROFEX. Según los resultados de la encuesta ENPA, el 14% de los productores medios, el 13% de los productores medianos-grandes y el 26 % de los productores grandes no utilizaron el mercado de derivados local por temor a las crisis económicas y a un posible intervencionismo estatal que cambie las reglas de juego del mercado de manera tempestiva. (Coria, 2018)

- **Falta de profesionalización de los actores de la cadena productiva:** Más intermediarios (corredores) deben profesionalizar sus estructuras y aumentar sus patrimonios para poder operar en los mercados de derivados ya que la gran mayoría todavía no lo hace. No en vano, los corredores de granos que primero entendieron que “el futuro está en los mercados de futuros” y apostaron a desarrollar estrategias (como la de integrarse con acopios para poder operar en la punta compradora y vendedora de los mercados y capturar mejor las oportunidades que se presentan) se convirtieron en los últimos diez años en grandes empresas con miles de toneladas movidas y precios conseguidos para sus clientes que son la envidia del resto y que hasta ponen los pelos de punta a los exportadores por lo caro que le venden la soja. La idea de asociarse y trabajar de manera conjunta es una excelente alternativa para poder operar mayores volúmenes y tener mejor posicionamiento y negociación a la hora de ingresar en el mercado de derivados.
- **Costos altos:** La baja inversión de los argentinos en la bolsa local en instrumentos financieros y derivados se da también a razón de que los costos transaccionales para operar, son muy elevados. La paradoja es la siguiente: Los costos son altos porque son pocas las personas que apuestan a la bolsa, pero se apuesta poco porque los costos son altos. En nuestro país se puede llegar a cobrar 1,2% de entrada y 1,2% de salida si se le suma derechos de mercado y demás impuestos. Mientras que en

EE.UU. las comisiones son mucho más bajas porque son fijas, entre US\$ 5 y US\$ 10, así se operen US\$ 1 millón o 1000 dólares. Según los resultados arrojados por la encuesta ENPA, de los productores agrícolas consultados el 9% de los productores medianos, el 22% de los mediano-grandes y el 13% de los grandes productores no utilizaron el mercado de derivados durante la última campaña por considerar que los costos de operación son elevados.

- **Existencia de otras alternativas más conservadoras:** Surgen como competencia a la hora de elegir, como lo es el plazo fijo, fideicomisos financieros en el caso de un inversor o la contratación de un seguro de cobertura en el caso de un productor que busca minimizar el riesgo. En base a los resultados arrojados por la encuesta ENPA de los productores agrícolas consultados el 23% de los productores medianos, el 34% de los medianos-grandes, el 30% de los grandes productores y el 100% de los mega productores no utilizaron el mercado de derivados durante la última campaña por considerar más oportuno invertir en otras alternativas menos complejas.

### **Factores Legales**

- **Marco normativo y regulatorio:** La confianza es un factor crítico para el desarrollo del mercado de capitales y su construcción requiere de un horizonte de largo plazo. Para ello, es necesario un marco regulatorio que minimice las asimetrías de información, asegure la transparencia y la protección al inversor y maximice la calidad de gobierno corporativo. Las políticas públicas deben estar focalizadas en dos frentes: por un lado, facilitar un cambio en la percepción de los agentes económicos, dado que el mercado de capitales no se encuentra aún posicionado como una fuente de recursos financieros para que las empresas obtengan su financiamiento; y por otro, establecer reglas claras, consistentes y estables a través del tiempo, tendientes a fortalecer los aspectos de transparencia, defensa del público inversor, y velar por la estabilidad financiera. Las medidas regulatorias existentes en la actualidad en el país con la adopción en el año 2012 de la ley 26.831, más conocida como la nueva ley de mercado de capitales, son en cierto grado consistentes y van en línea con las mejores prácticas sugeridas a nivel mundial por instituciones

internacionales especializadas. No obstante, aún queda por implementar cuestiones sobre la autonomía de financiamiento de la CNV, la coordinación, cooperación y superposición entre el ente regulador y los diferentes mercados, adopción de una ley de netting, la definición y actualización de capitales mínimos y cuestiones relacionadas a un adecuado enforcement (básicamente financiación y disponibilidad de información). A continuación, se exponen las principales trabas en materia legal para el desarrollo del mercado:

- 1) Falta de adopción de una ley de netting: La naturaleza contractual de la operatoria de derivados exige garantías específicas ante situaciones que involucran incapacidad de cumplimiento de las obligaciones de contraparte. Desde el punto de vista de la normativa, el instrumento central para reducir estos riesgos es la inclusión en el marco legal de la ley de netting, entendida como la compensación de los créditos y débitos ante situaciones concursales y quiebra. En Argentina, la posibilidad legal de rescindir anticipadamente contratos y de compensar los créditos y débitos entre partes que se incluye en los acuerdos marco no se encuentra incluida en la Ley de Concursos y Quiebras (Ley 24.522). Por lo cual, ante una situación de quiebra o concurso por una de las partes, la contraparte no fallida no tiene posibilidad de utilizar el netting como mecanismo de cierre por compensación de las posiciones asumidas, y calcular su exposición neta. Por el contrario, deberá ajustarse a las normas del Código Civil y Comercial de la Nación, más precisamente a la Ley de Concursos y Quiebras sección V, art 143 y siguientes donde dice:

*ARTÍCULO 143.- Contratos en curso de ejecución. En los contratos en los que al tiempo de la sentencia de quiebra no se encuentran cumplidas íntegramente las prestaciones de las partes, se aplican las normas siguientes: ... 2) Si está íntegramente cumplida la prestación a cargo del contratante no fallido, éste debe requerir la verificación en el concurso por la prestación que le es debida...*

Es decir que ante incumplimiento y declaración en concurso o quiebra de una de las partes, la parte no fallida deberá ir por el procedimiento tradicional de la Ley de Concursos y Quiebras como un acreedor más por todo el valor del crédito no pudiendo compensar su posición, además de todo lo que eso implica (someterse al proceso de verificación

de crédito; tiempos de resolución, etc.). A las claras se evidencia un conflicto legal ya que la legislación Argentina en aras de salvaguardar los derechos del fallido impone una traba en cuanto a la resolución rápida de los contratos derivados.

- 2) Falta de consenso en materia impositiva: la estructura impositiva actual incluye contratos de derivados en los casos del impuesto a las ganancias y el impuesto al valor agregado con arreglos convergentes a las recomendaciones internacionales. Pero aún existen inconsistencias en el caso de otros impuestos de alcance nacional y aquellos de jurisdicción local (tales como las generadas por la normativa que reglamenta el impuesto a los bienes personales e ingresos brutos, por ejemplo).
- 3) Barreras a la entrada a inversores no residentes que quieran operar en mercados locales; Las políticas actuales del gobierno que limitan el ingreso de capitales financieros para operar en corto, también le cierran la puerta al ingreso masivo de inversores (especuladores) que son los que deben tomar el riesgo que el productor acopiador o exportador quiere sacarse de encima. No hay mercado de derivados que haya crecido sin apoyarse en los capitales internacionales. Es más, la presencia de estos inversores financieros (generalmente fondos comunes) que toman posiciones en contratos de soja como alternativa de inversión o resguardo de capital, ha explicado el gran desarrollo del mercado de futuros de Estados Unidos y no tanto la presencia de quienes los usan para tomar coberturas de precio para sus negocios (productores, aceiteros, molineros, exportadores). Durante el 2016 apenas el 1% de los individuos que operan en el mercado local fueron extranjeros. En adición en el mercado de futuros del Rofex, solo hay registrados hoy unos 150, de los cuales se calcula que alrededor de 20 son “no residentes”. A partir de los mayores cepos implementados en 2020, el número de participantes exteriores se ha reducido considerablemente. (Coria, 2018)

## **2.2. Propuesta de acción**

A lo largo del trabajo se resaltó la importancia de un mercado de instrumentos derivados desarrollado, como así también los factores que

limitan un crecimiento sostenido del mismo. Ante el desafío planteado las acciones del sector público deberían enfocarse en políticas de transparencia, prudencialidad en la información y una correcta fiscalización y regulación que brinde seguridad jurídica y certidumbre institucional. Por el lado de la oferta hay que desarrollar nuevos productos y brindar incentivos impositivos para que las empresas se abran a la bolsa y comiencen a operar con instrumentos. Por el lado de la demanda, para acercar al pequeño inversor, es necesario un plan de educación financiera.

A continuación, se plantea una propuesta de acción integral con el objetivo de aumentar la participación de los individuos en el mercado de bursátil y el de derivados.

- **Desarrollo educacional**

Este punto es vital. Uno de los mayores impedimentos a la hora de utilizar derivados y otros instrumentos bursátiles es la escasa o nula educación financiera que poseen los individuos de la sociedad. La falta de conocimiento de la temática es el factor desencadenante para que los potenciales inversores tengan temor de iniciarse en los mercados. “Se le tiene miedo a lo que no se conoce”. Tal es así que en nuestro país incluso en la educación universitaria, en las carreras afines tales como contador público, administración de empresas y licenciatura en economía, en general se suelen dar una o dos materias relacionadas a la operatoria bursátil a lo largo de toda la carrera y la misma es de carácter optativa; es decir fuera de la currícula obligatoria.

Al día de hoy MatbaRofex, IAMC (Instituto Argentino de Mercado de Capitales), CNV, y las demás bolsas ofrecen programas y cursos de manera pagá en lo que respecta a la capacitación en materia bursátil y de derivados. Como así también varias universidades han incorporado diplomaturas y estudios de posgrado referente a la temática para aquellos interesados. No obstante, a ello, se considera primordial hacer más extensible la educación financiera a todos desde edades tempranas, comenzando con conceptos básicos, para así más adelante en una carrera universitaria incluir conceptos más avanzados con materias específicas dentro de la currícula de manera obligatoria. Actualmente el gobierno argentino está llevando a cabo una política de inclusión financiera, lo cual es un paso previo a la educación bursátil. Se intenta que los individuos den

sus primeros pasos en lo que se refiere a la banca comercial para luego una vez ya dentro en una segunda etapa introducirlos en la banca de inversión con instrumentos de colocación más sofisticados (acciones, bonos y derivados). Para ello en un primer momento se plantea incentivar a la población a un mayor uso del servicio financiero facilitando el acceso al mismo a la población. Prueba de ello fueron la “Cuenta Gratuita Universal” impulsada por normativa del BCRA desde 2010, la cual habilitaba una caja de ahorro de manera gratuita y el uso de un paquete básico de servicios bancarios comerciales; sumado a ello se produjo la bancarización masiva mediante planes sociales que ha fomentado la inserción al sistema financiero de gran parte de la población. También se observó cierta política de localización de sucursales bancarias en zonas desfavorables y se cerró el 2015 con la ampliación del Plan Nacional de Bancarización 2015-2019. Además, la integración de la banca tradicional con las fintech ha sido un cambio gigantesco que permitió acercar a los más jóvenes al mercado de capitales. En suma, todo llevó a denotar mejoras sustanciales en los indicadores de acceso.

En conclusión si bien el Banco Central de la República Argentina ha incorporado a la inclusión financiera como un objetivo principal en su agenda, todavía resta camino por recorrer; ya se ha dado el primer paso: bancarizar a la población, para que luego, una vez dentro del sistema financiero se proceda a ofrecer a estos nuevos usuarios servicios de trading para operar con instrumentos más sofisticados como las acciones, bonos y derivados.

- **Implementación de una Ley de Netting**

La naturaleza contractual de la operatoria de derivados exige garantías específicas ante situaciones que involucran incapacidad de cumplimiento de las obligaciones de contraparte. Desde el punto de vista de la normativa, el instrumento central para reducir estos riesgos es la inclusión en el marco legal de la Ley de Netting, entendida como la compensación de los créditos y débitos ante situaciones concursales y quiebra (riesgo cierto de la contraparte). La evidencia internacional indica que las legislaciones de los países en los cuales existen mercados de productos derivados desarrollados tales como EEUU, Inglaterra, incluso países de latinoamérica como Méjico y Brasil la adopción de cláusulas contractuales de netting ha

sido muy beneficiosa, ya que permitió en más o en menos medida mitigar el riesgo crediticio haciendo más atractivo el mercado de derivados.

En el año 2007 en Argentina se desarrolló un proyecto de ley para adoptar el netting en operaciones con derivados pero éste no prosperó en parte debido al conflicto con otras normas de carácter nacional que limitaban la aplicación de cláusulas de compensación, tales como la Ley de Concursos y Quiebras (Art 20, 130, 143, 144, 145), Código Civil y Comercial de la Nación (Art 930 Inc. F), Ley de Entidades Financieras (Art 34,35 bis y 36). Dentro de la comunidad bursátil el tema ha sido punto de extenso debate durante muchos años. Al día de hoy si bien está en los planes a futuro de la CNV, la instauración supondría la modificación de las leyes antes mencionadas, lo cual torna muy difícil que se realice, por lo menos en un corto plazo. La alternativa a ello, tal como lo hicieron en países donde no hay un consenso generalizado sobre la temática, es en lugar de redactar una ley, realizar entre las partes implicadas en la transacción un acuerdo o contrato marco de tipo privado con cláusulas de netting; siempre y cuando éstas no vayan en contra de la ley principal. Esto se utilizó en muchos países como un parche momentáneo. (Coria, 2018)

- **Eliminación de impuestos a los inversores extranjeros**

Una de las posibilidades que debería plantear el gobierno sería eliminar las trabas para que los extranjeros operen en el mercado local en forma directa, para ello se tendría que quitar la retención del 13,5% de ganancias. El objetivo sería aumentar el volumen operado mediante la baja del impuesto lo que convertiría más atractivo para la persona no residente invertir en el país. La implementación de esta medida acarrea un problema para el poder ejecutivo. De quitarse la restricción y ante la inminente entrada de capitales extranjeros en dólares, se produciría una apreciación cambiaria, por lo cual caería el precio del dólar generando un dólar poco competitivo para la economía, especialmente se vería perjudicado el agro ya que hace menos atractiva las liquidaciones del campo, vía principal para el ingreso de dólares. La solución viable en este punto sería una quita gradual de las retenciones por parte del gobierno, sin generar grandes cambios en las variables macroeconómicas del país.

- **La debida diligencia**

Al día de hoy la UIF (Unidad de Información Financiera) exige a los inversores lo que se llama la “debida diligencia”, con el objetivo de conocer a sus clientes y comprobar la licitud de sus fondos. El organismo obliga a titulares a completar un legajo con información personal y a presentar documentación respaldando su dinero. Se debería con algunos cambios en la regulación evitar la presentación de estos datos complejos para los casos de fondos en el exterior que pertenecen a países que cumplen con las exigencias de los organismos encargados de combatir el lavado de dinero.

### **2.3. Conclusiones.**

Los mercados financieros y de derivados son instituciones que cumplen un rol importante en la economía, la evidencia empírica analizada de ello nos muestra que países con economías fuertes como Estados Unidos cuentan con un mercado financiero muy desarrollado. Tener un mercado fuerte y líquido significa en una visión macro poder canalizar recursos monetarios antes destinados al ahorro a inversiones de tipo productivas; y en una visión micro a fomentar dinero disponible para créditos de esas inversiones, ofrecer fuentes de financiación alternativas estables a las tradicionales, además de dotar a los participantes de instrumentos financieros para poder incorporarlos como herramientas a su estrategia empresarial. En el caso puntual de los derivados se pueden utilizar forwards, futuros y opciones y swaps. Si bien los instrumentos derivados son más complejos que los títulos de renta variable, sus posibilidades de rendimiento son superiores.

Creemos que en el futuro inmediato con otras condiciones macroeconómicas son un factor determinante para el mercado de derivados en particular y de granos en general. A mayor incertidumbre menor es la comercialización de granos ya que los productores lo utilizan como cobertura del movimiento del tipo de cambio. Además, la existencia de tipos de cambio diferenciales produce la inexistencia de cobertura perfecta para aquellos que necesiten cubrir su producción en moneda extranjera. Además, como punto a destacar, creemos que el hecho de no existir un mercado de capitales perfectamente desarrollado donde los productores y especuladores concurren para la búsqueda de financiamiento e productos de inversión es un factor condicionante ya que en caso de los productores prefieren quedarse con el producto guardado en silo bolsas y/o plantas acopiadoras lo que eleva el costo de

producción vía mayores cargos de almacenamiento.

Con respecto a la estructura impositiva, Argentina se adaptó para incluir contratos de derivados en los casos del Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado con arreglos convergentes a las recomendaciones internacionales. Sin embargo, aún existen inconsistencias en el caso de otros impuestos de alcance nacional y aquellos de jurisdicción local (BBPP e IIBB).

Otro punto general que nos parece importante es el tema de la educación. Cuando uno habla de derivados financieros y agropecuarios generalmente son temas tabú que son solo para personas entendidas del tema. Creemos que el camino es la educación de los participantes del mercado como así también del público en general. Si bien los mercados han comenzado esta tarea a través de diferentes programas creemos que se necesita hacer más énfasis en la utilización de los mismos para mitigar riesgos.

Vemos que el mercado de derivados financieros está mucho más aceptado en los que son futuros de monedas. En este caso el futuro de dólar. Pero vemos un panorama no del todo fácil a medida que sigan existiendo cada vez más dólares alternativos dado que esto no brinda la cobertura ideal ya sea para el exportador como para el importador. En relación a los derivados financieros creemos que al no haber un mercado de capitales más desarrollado es una traba para el desarrollo de los mismos. Futuros de acciones, futuros de tasa de interés deberían ir ganando mayor aceptación a medida que el panorama macroeconómico sea más predecible.

El mercado bursátil como el de derivados en nuestro país es muy limitado e ilíquido debido a la escasa cantidad de participantes y operaciones; la falta de desarrollo del mismo se debe a cuestiones de tipo: culturales, económicas y legales. Esta iliquidez en los mercados derivados locales y la poca existencia de hacedores de mercados (Market Makers) generan barreras a la entrada. Los hacedores de mercados son un participante fundamental para la liquidez de los mismos. La liquidez, como mencionamos, es un factor determinante en los mercados dado que si no vamos a comprar un producto que el día de mañana cuando lo quiera vender, no haya compradores.

En el mercado de derivados agropecuarios vemos un gran potencial de crecimiento producto de la gran utilización que podrían lograr todos los

participantes de la cadena agroindustrial. Vemos que la comparación entre la producción y las toneladas transadas en los mercados es muy baja en relación al principal mercado de derivados del mundo.

### **Capítulo III: “DESARROLLO DE CASOS PRÁCTICOS”**

Como se describió en los capítulos anteriores, en las estrategias de cobertura cambiaria para disminuir el riesgo cambiario se debe medir la exposición al riesgo de la empresa por medio de la identificación de la afectación de los movimientos de los tipos de cambio sobre la operación de la empresa. Los instrumentos financieros que se utilizan para las coberturas son los derivados financieros, los cuales tienen un valor determinado que depende del precio de un activo denominado activo subyacente. Los derivados financieros más comunes son forward o contratos a plazo, futuros y opciones. Estos instrumentos financieros son herramientas que las empresas utilizan para reducir el riesgo por medio de operaciones de cobertura.

Como mencionamos anteriormente, los futuros, caso que vamos a analizar a continuación, ofrecen la posibilidad de cubrirse al alza y a la baja del precio del activo subyacente. La idea de cobertura surge ante la necesidad de las empresas para minimizar el riesgo cambiario en el caso del importador y el riesgo precio del activo en el caso del exportador.

Para todos los casos partimos del supuesto de que el dólar oficial es el dólar usado tanto para importaciones como para exportaciones. Además, suponemos que no existen impuestos al comercio exterior, como son las retenciones a las exportaciones e importaciones. Uno de los puntos que mencionamos en nuestro informe es que los impuestos a los débitos y a los créditos distorsionaban la operatoria en los mercados de derivados ya que le quitaba incentivos a los jugadores a participar. Por lo que supondremos que no existen dichos impuestos. Otro de los supuestos que partimos es que la calidad del producto que se exporta e importa es la misma que la que se negocia en los mercados internacionales. Suelen existir premios y castigos para las diferencias en la calidad y/o facilidad de transporte (caso del petróleo) pero generalmente esta diferencia parte del valor internacional del producto en cuestión. Por último, supondremos que hay libertad para acceder al mercado de cambios y que no existen trabas para la compra de divisas; al igual que plazos obligatorios para la liquidación de exportaciones.

A continuación presentaremos 4 casos de aplicación representativos de la economía de la provincia de Santa Fe: 1) caso de un importador que se cubre con futuros; 2) caso de una empresa que compra insumos y se cubre con opciones

ante la suba de precios; 3) caso de un productor agropecuario que se cubre con futuros ante la baja del precio; y 4) caso de un exportador agropecuario que se cubre con opciones.

### **3.1. Cobertura ante el alza en el tipo de cambio (caso de importador)**

Cobertura cambiaria con futuros sobre el dólar: El presente caso tiene como objetivo ejemplificar cómo funciona una cobertura para una empresa importadora de maquinaria agrícola. En este caso el objetivo de la empresa es minimizar el riesgo cambiario que significa estar expuesta a la variación de la divisa estadounidense. Además, realizan este tipo de cobertura quienes se ven perjudicados por un aumento en las cotizaciones: Importadores que necesitan comprar divisas para adquirir mercadería en el exterior. Industriales que desean asegurar el costo de los insumos de su actividad. Tomadores de préstamos en deuda extranjera.

#### Detalles de la operatoria

Se opera mediante la negociación de contratos, de compras o ventas dólar futuro, según sea la cobertura que se quiera adoptar atento las características y necesidades de la empresa. Cada contrato es de 1.000 dólares y las posiciones futuras cierran el último día hábil de cada mes. La operatoria no consiste en la entrega o recepción de dólares físicos, sino que es un mercado que opera por diferencias de precios, entre el valor fijado al momento de la compra y el vigente al momento de finalización del contrato. La cobertura cierra el último día del mes en que se decidió tomar la posición, aunque también puede cerrarse vendiendo la posición antes del vencimiento del contrato comprado. El valor fijado se compara al vencimiento con el dólar de referencia según circular del BCRA A3500. Al vencimiento, quien tomó la cobertura de compra, tendrá acreditada en su cuenta la diferencia en pesos entre el valor fijado originalmente en el contrato y el valor del dólar de referencia de ese día, si este último es mayor; y tendrá debitado de su cuenta la diferencia si ese valor es menor, asegurándose siempre el valor de

#### Como funciona en la práctica:

Supondremos que el importador necesita realizar una cobertura sobre una compra realizada en el exterior por 1.000.000 de dólares. La misma deberá ser abonada por el importador el 31/12/2023.

**MÁRGENES CONTRATOS**

**FINANCIEROS**

Posición	DÓLAR			YUAN		
	Rango Fijo \$/US\$	Cargo temporal \$/US\$	Total \$ por contrato	Rango Fijo \$/¥	Cargo Temporal \$/¥	Total \$ por contrato
1º mes	27	0	27.000,00	3,80	0	19.000,00
2º mes	27	1,7	28.700,00	3,80	0,2	20.000,00
3º mes	27	3,3	30.300,00	3,80	0,5	21.500,00
4º mes	27	5,2	32.200,00	3,80	0,7	22.500,00
5º mes	27	7,1	34.100,00	3,80	1	24.000,00
6º mes	27	9,1	36.100,00	3,80	1,3	25.500,00
7º mes	27	11,1	38.100,00	3,80	1,6	27.000,00
8º mes	27	13	40.000,00	3,80	1,8	28.000,00
9º mes	27	15,1	42.100,00	3,80	2,1	29.500,00
10º mes	27	17,1	44.100,00	3,80	2,4	31.000,00
11º mes	27	19,7	46.700,00	3,80	2,8	33.000,00
12º mes	27	22,2	49.200,00	3,80	3	34.000,00

En primer lugar, la empresa deberá integrar márgenes en garantías para operar. Como mencionamos anteriormente, uno de los beneficios que ofrecen los mercados de derivados es la posibilidad de operar sin tener el equivalente en pesos o dólares. Para permitir esta operatoria los mercados solicitan a los participantes que integren márgenes para operar. En el cuadro de arriba se puede visualizar las necesidades de márgenes para aquellos que quieran operar futuros de dólar. Como nos encontramos en el mes de marzo y queremos obtener cobertura a diciembre, diciembre sería el 10º mes. Por lo tanto, el mercado nos solicita garantías para operar por el equivalente a una suma fija (27 pesos por dólar) más un cargo temporal que se irá achicando a medida que nos acercamos al mes de vencimiento (17,1 pesos por dólar). Esto nos da que debemos integrar garantías por 44,1 pesos por cada dólar que queramos negociar. Volviendo a nuestro caso, deberíamos integrar garantías por 44.100.000 de pesos. Los márgenes a integrar en garantías pueden ser con depósito a plazo fijo en pesos o dólares pero el uso cotidiano se suele integrar con títulos público y/o privados, acciones, cedears y cuotapartes de fondos comunes de inversión.

Ejemplo de diferencias diarias			
	Dólar diciembre	diferencias diarias unitarias	Diferencias días por la posición
hoy	\$ 385,00	0	0
día 1	\$ 386,00	\$ 1,00	\$ 1.000.000,00
día 2	\$ 370,00	-\$ 16,00	-\$ 16.000.000,00
día 3	\$ 375,00	\$ 5,00	\$ 5.000.000,00
día 4	\$ 385,00	\$ 10,00	\$ 10.000.000,00
día 5	\$ 395,00	\$ 10,00	\$ 10.000.000,00
día 6	\$ 385,00	-\$ 10,00	-\$ 10.000.000,00
día 7	\$ 400,00	\$ 15,00	\$ 15.000.000,00

Otro punto de interés para los participantes de los mercados de derivados son las diferencias diarias o el mark to market. Para mitigar el riesgo de contraparte los mercados solicitan cumplir con las diferencias de precios diarios que se producen en los mercados. Para evitar que una de las partes deba abonar todo el monto devengado en el contrato de una sola vez a vencimiento, se le van cobrando las diferencias diarias en el precio y éstas se van acumulando.

En ejemplo del cuadro de arriba vemos que si compramos un contrato de dólar diciembre (DLR DIC a partir de ahora), el primer día deberíamos cobrar \$1 por cada dólar porque el valor del dólar pasó de 385 a 386. En cambio, el segundo día como el precio del contrato de DLR DIC pasó de 386 a 370, deberíamos pagarle al mercado 16 pesos por cada dólar. La cuarta columna tiene en cuenta la posición general de nuestro importador. Como vamos a armar una cobertura de USD 1.000.000 esto sería el equivalente a 1.000 contratos de DLR DIC ya que cada contrato tiene el equivalente a USD 1.000.

Ahora lo más importante de todo, como funciona nuestra estrategia de cobertura a la fecha de finalización de la misma, el 31/12/2023.

Ejemplo alcista del dólar		
Fecha	Precio de DLR DIC	Ganancia/perdida
7/3/2023	385	
31/12/2023	450	\$ 65.000.000,00

Si suponemos el primer caso en el cual el dólar en diciembre pasó de 385 a 450 pesos por dólar, el importador recibiría 65 millones de pesos. Partiendo de que el importador en diciembre necesitaba comprar 1 millón de dólares que el

07/03/2023 valían 385 millones de pesos, el 31/12/2023 valen 450 millones de pesos. Esta diferencia (65 millones de pesos) es lo que el importador recibe por haberse cubierto de la variación del tipo de cambio. Ahora en caso de que el importador no se hubiese cubierto. Llegado el 31/12/2023 deberá abonar 65 millones de pesos ya que el tipo de cambio pasó de 385 a 450 y no tenía una cobertura armada. En el cuadro de abajo se puede visualizar de manera más clara.

	c/ cobertura	s/ cobertura
Precio hoy	\$ 385,00	\$ 385,00
Precio a vto	\$ 450,00	\$ 450,00
resultado por compra de futuro	\$ 65,00	\$ -
resultado de la operación	\$ -	-\$ 65,00

Qué pasaría si el dólar en vez de subir, bajara. el sentido común nos dice que esto sería beneficioso para nuestro importador pero en caso de de estar comprado en futuros de dólar sería prácticamente neutra para nuestro importador. Si suponemos que el precio del DLR DIC pasa de 385 a 350 nuestro importador perdería 35 pesos por cada dólar, lo que sería el equivalente a 35 millones de pesos de pérdida por operaciones de futuros. Sin embargo, si nuestro importador va al mercado spot el 31/12/2023 va a poder hacerse de los dólares más barato que el precio anterior. Por lo que aquello que perdió por la operación de futuro, lo ganó por la compra del dólar spot hoy.

	c/ cobertura	s/ cobertura
Precio hoy	\$ 385,00	\$ 385,00
Precio a vto	\$ 350,00	\$ 350,00
resultado por compra de futuro	-\$ 35,00	\$ -
resultado de la operación	\$ -	\$ 35,00

Como se puede observar, el ganador en este caso sería el que vendió el contrato de DLR DIC. Nuevamente, nuestro importador saldría con salvador neutro porque lo que ganó comprando dólar más barato, lo perdió comprando futuro de dólar.

De ante mano se podría pensar que en este último caso lo óptimo hubiese sido no armar posición de cobertura, dado que llegado el caso solamente

compraría el dólar más barato (350 en vez de 385) pero vale la pena recordar que uno de los objetivos de los derivados es tratar de disminuir la incertidumbre futura de los precios.

Un punto importante y esto cabe a todos los derivados financieros es que el precio de los mismo siempre tiene incorporado una tasa de interés en el precio futuro más una expectativa de devaluación del mismo. Esto queda más que claro cuando vemos que el futuro del dólar a diciembre vale 385 mientras que el dólar hoy vale 197. El dólar a diciembre es igual al dólar hoy más la tasa de interés más una expectativa de devaluación. Supongamos que la expectativa de devaluación es cero y que la tasa de interés libre de riesgo en pesos es 100% y se ve reflejado en los depósitos a plazo fijo. Con una tasa del 100% nos queda que el dólar a diciembre debería valer 394 pesos por dólar mientras que en el mercado vale 385. Un arbitrajista compraría el contrato de dólar futuro a 385 y vendería el dólar hoy para colocarlo en plazo fijo al 100% de acá a diciembre.

### **3.2. Cobertura compradora de una industria molinera. Con opciones**

Antes de comentar el caso de una cobertura con opciones es importante destacar que las mismas funcionan de manera diferente en los futuros dependiendo la posición que armemos. Para aquellos que compran opciones ya sea de calls o puts, como la compra se realiza en el momento, no deberán integrar márgenes. Esto se debe a que se paga un precio por la prima, es decir, por el derecho a ejercer la opción en el futuro. En caso de que el precio se mueva en contra el comprador sólo perderá la prima y si el precio se mueve a favor venderá la prima a un precio mayor. Para el vendedor de opciones, el caso es diferente ya que al vender opciones las pérdidas pueden ser ilimitadas. Cuando uno vende la opción asume la obligación de vender el subyacente a un precio determinado. Si el precio sube, el vendedor de la opción deberá comprar en el mercado a un precio más alto y por ende puede sufrir importantes pérdidas. Para evitar esto los mercados suelen pedir márgenes a los vendedores de opciones y cuando las mismas están ejercitables se comportan de manera similar a un futuro, teniendo que integrar diferencias diarias cada vez que se tengan movimientos adversos en los precios.

En este caso vamos a analizar cómo se podría cubrir una empresa que se dedica a la molienda de trigo para hacer harina ante la suba en el precio internacional o nacional del trigo. La cobertura la realiza a través de opciones de

compra o calls. En caso de realizarlo con futuros sería el ejemplo similar al ejemplo del tipo de cambio pero en vez de utilizar dólar utilizamos trigo.

Este tipo de operación es lo más apropiado cuando la empresa tiene que comprar un activo a futuro que es clave para su proceso de producción y necesita garantizarse un precio máximo de compra para asegurarse una rentabilidad. En esta situación la expectativa respecto del mercado es que los precios aumenten.

La operación consiste en comprar una opción call con un valor de ejercicio (K). El precio máximo asegurado por la empresa será el precio de ejercicio (K) más la prima pagada al trader (c). A diferencia de la estrategia con futuros en este caso la opción otorga el derecho pero no la obligación de ejercerla; por lo cual si el precio del activo al vencimiento de la opción (S(T)) es inferior al precio de ejercicio (K) se deja expirar la opción, solamente se hará uso de ésta cuando el precio del activo al vencimiento de la opción (S(T)) sea mayor al precio de ejercicio (K) y esta diferencia sea mayor a la prima pagada al trader (c).

Ventajas:

- Precio máximo de compra asegurado.
- Puede elegirse entre un amplio nivel de precios de ejercicios (K).

Desventajas:

- Costo de la prima; comprar protección por un largo periodo de tiempo en mercados volátiles es costoso.

Como funciona en la práctica:

La empresa compradora de trigo arma una posición larga en opciones comprando un contrato tipo call de 30 toneladas TRI.ROS/JUL23 a US\$ 295/tonelada (K), abonando en concepto de prima (c) US\$ por Tn. Llegado el mes de julio, mes en el que opera el vencimiento de la opción de acuerdo al valor en ese momento del subyacente podríamos tener los siguientes escenarios:

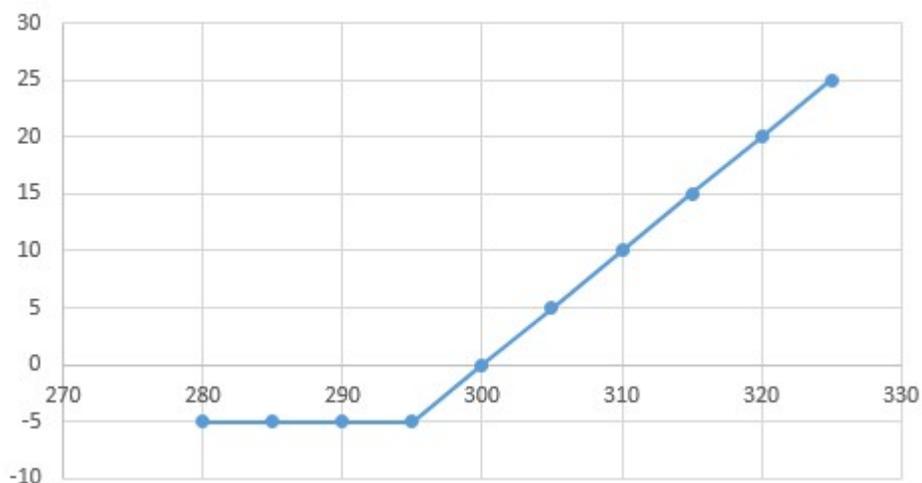
"Estudio sobre instrumentos derivados para la provincia de Santa Fe"  
 Fundación para los Estudios Internacionales  
 Mendoza 444 - Rosario, Santa Fe - C.P. 2000

Escenario	Precio Spot	K	C	Precio Final de venta	Ganancio o perdida X tonelada	Ganancia y perdida por contrato
E1	280	295	5	280	-5	-500
E2	285	295	5	285	-5	-500
E3	290	295	5	290	-5	-500
E4	295	295	5	295	-5	-500
E5	300	295	5	300	0	0
E6	300	295	5	300	0	0
E6	305	295	5	320	20	2000

La operatoria en derivados agropecuarios se realiza en dólares y cada contrato tiene 100 tn

Se presenta la compra de un call con precio de ejercicio U\$S 295 (K) y una prima de U\$S 5 (c). Esta situación da a la empresa la posibilidad de comprar el subyacente al vencimiento al precio pactado.

Empresa que se cubre de la suba del precio de un insumo clave



En el caso en que el mercado presente una tendencia bajista y al vencimiento el precio del trigo sea inferior a U\$S 295, la empresa no hará uso de la opción comprando el trigo en el mercado spot a un precio por debajo del que había acordado en la adquisición del call, perdiendo solamente el costo de la prima. Por ejemplo, si en el mercado spot al vencimiento el precio está a U\$S 285, el productor no ejerce la opción call, y si bien pierde los U\$S 5 de la prima por cada tonelada y U\$S 500 por todo el contrato, acompaña la baja de precio en el mercado y adquiere su mercadería a un precio inferior. Suponiendo el caso contrario, si el precio al vencimiento del trigo es alcista y sobrepasa el precio de

ejercicio de U\$S 295, el productor ejercerá la opción obteniendo el beneficio correspondiente a la estrategia.

Por ejemplo, si en el mercado spot al vencimiento el precio es de U\$S 320 la empresa en cuestión hará uso de la opción, comprará su materia prima más barata a U\$S295 porque acordó comprar la mercadería a ese precio. Si bien pagará 320, va obtener un resultado por diferencia de 20 usd por toneladas y USD 2000 por contrato. O bien otra alternativa que ofrecen los derivados es el delivery de la mercadería, es decir que el vendedor de la opción deberá entregar la mercadería al precio de USD 295 en el lugar que estipule el contrato. La ganancia del productor bajo estos supuestos radica en poder aprovechar la baja de precios del mercado spot y asegurarse un precio techo para poder adquirir la mercadería a un precio razonable independientemente de que los precios del mercado se dispansen a la alza.

### **3.3. Cobertura corta con futuros. Caso de un productor agropecuario que se cubre de la caída en los precios**

Es lo apropiado cuando el productor posee el activo en cuestión que espera venderlo en algún momento a futuro. Se usa para garantizar un precio de venta de la producción. Resulta lo más óptimo cuando el productor presupone que el precio del subyacente en el mercado tendrá tendencia bajista. Consiste en tomar una posición corta vendiendo contratos a futuro a un precio determinado. Con esto se garantiza un precio de venta base. Permite obtener rendimientos importantes si el mercado cae luego de tomar la cobertura. Posibilita conocer los precios futuros para posiciones más allá de 12 meses calendarios.

#### **AGROPECUARIOS**

<b>Contrato</b>	<b>Margen por tn (en U\$S)</b>
Soja (1)	20
Soja Fábrica (1)	20
Soja Chicago	30
Maíz (1)	15
Maíz Chicago	19
Trigo (1)	18
Bases (2)	3

(1) Incluye Contratos de Futuros en Dólares, Disponibles y Contratos de Futuros Minis.

(2) Incluye las Bases de Soja, Trigo y Maíz.

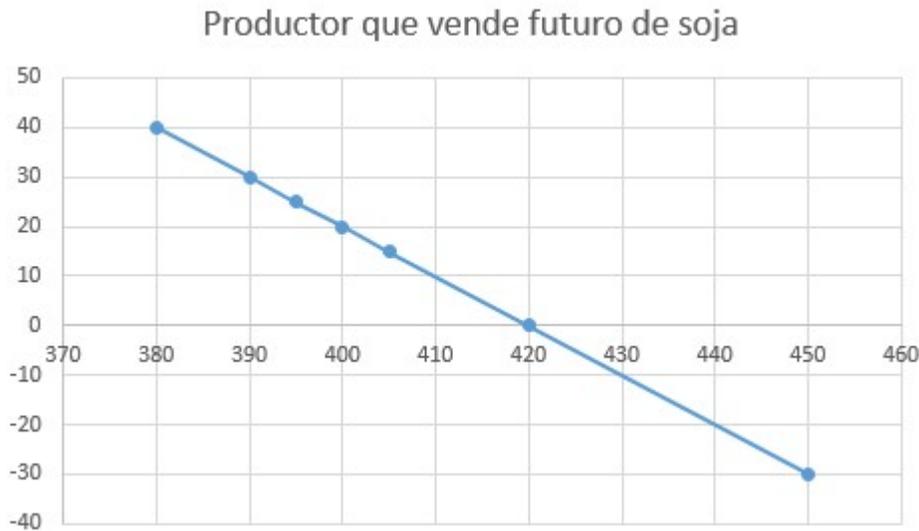
Al igual que con los derivados financieros, para la operatoria se deben integrar márgenes en dólares para realizar la apertura de un contrato ya sea vendido o comprado. Los márgenes permiten mitigar el riesgo contraparte dado que dispersa a lo largo del tiempo los pagos que deben hacer aquellos los cuales la posición le representa una pérdida. A diferencia de los derivados financieros operados en MATBA ROFEX, los derivados agropecuarios se integran con márgenes en dólares MTR que vendría a ser como un dólar linked oficial. En la cotidianidad de la operatoria se suele comprar y vender DLR MTR para cubrir las diferencias diarias.

Como funciona en la práctica:

Suponiendo que en enero de 2024 el productor agropecuario avizora una caída importante en el precio de la soja debido a una sobre oferta de la oleaginosa en el mercado americano. Para asegurarse un precio de venta de su cultivo toma una posición corta y vende un contrato Soj.Ene23 a US\$420 toneladas tamaño del contrato 100 toneladas. Llegado el mes de enero, mes que opera el vencimiento del futuro, de acuerdo al valor en ese momento del subyacente pueden presentarse los siguientes escenarios:

Escenario	Precio Spot	Precio del futuro	Ganancia o perdida X tonelada	Ganancia y perdida por contrato
E1	380	420	40	4000
E2	390	420	30	3000
E3	395	420	25	2500
E4	400	420	20	2000
E5	405	420	15	1500
E6	420	420	0	0
E6	450	420	-30	-3000

Aquí, como se menciona anteriormente, el productor agropecuario realizó la venta a futuro a un precio de U\$S 420. Si la soja al momento de cosechar y comercializar, enero de 2024 se cotiza en el disponible a menos de U\$S 420 el productor sale beneficiado. Observando la tabla en el escenario 2, para un precio del subyacente de U\$S 390, por ejemplo, nuestro productor obtiene una ganancia de U\$S 30 por tonelada (U\$S 3000 por el total del contrato).



Si la situación fuera inversa y el precio fuera mayor a U\$S 420, supongamos U\$S 450 (E5), el productor tiene que vender la oleaginosa al precio que había quedado sujeto sin poder aprovechar la suba del mismo, en nuestro caso perdería U\$S 30 por tonelada (U\$S 3000 por todo el contrato). En este caso el individuo tiene total certeza de cuál va a ser su precio de venta a futuro, independientemente de lo que ocurra con el mercado de contado en el tiempo.

#### **3.4. Cobertura corta con opciones (compra de PUT). Caso de un exportador que quiere garantizarse un precio mínimo de venta.**

Es lo más apropiado cuando el productor tiene que vender un activo a futuro y necesita garantizarse un precio mínimo de venta. En esta situación la expectativa respecto del mercado es que los precios bajen.

Consiste en comprar una opción put con un valor de ejercicio (K), El precio mínimo asegurado por el exportador será el precio de ejercicio menos la prima pagada. A diferencia de la estrategia con futuros en este caso la opción otorga el derecho pero no la obligación de ejercerla; por lo cual si el precio del activo al vencimiento de la opción es superior al precio de ejercicio se deja expirar la opción. Solamente se hará uso de esta cuando el precio al vencimiento de la opción es menor al precio de ejercicio y esta diferencia sea menor a la prima pagada al trader o la compense en parte.

Las opciones put tienen la ventaja de tener un precio mínimo de venta pero no el máximo. Además, puede elegirse entre un amplio nivel de precios de ejercicios. Por otro lado, el costo de la prima; comprar protección por un largo periodo de tiempo en mercados volátiles es costoso.

Como funciona en la práctica:

Suponiendo que un exportador que se dedica a la comercialización de soja da la orden a su trader que compre en Chicago una opción put soja noviembre el cual le otorga el derecho a vender en noviembre un contrato de 100 toneladas de soja a U\$S 400 (K) por cada una, pagando en este caso la prima por comisión de U\$S 5 por tonelada (p). De acuerdo a estos datos el precio asegurado de venta por el individuo es de U\$S 395 por tonelada (K-p). Llegado el mes de noviembre, mes en el que opera el vencimiento de la opción de acuerdo al valor en ese momento del subyacente pueden presentarse los siguientes escenarios:

Escenario	Precio Spot	K	C	Precio Final de venta	Ganancia o pérdida X tonelada	Ganancia y pérdida por contrato
E1	375	400	5	395	20	2000
E2	380	400	5	395	15	1500
E3	385	400	5	395	10	1000
E4	390	400	5	395	5	500
E5	395	400	5	395	0	0
E6	400	400	5	400	-5	-500
E7	405	400	5	405	-5	-500
E8	410	400	5	410	-5	-500
E9	415	400	5	415	-5	-500
E10	420	400	5	420	-5	-500

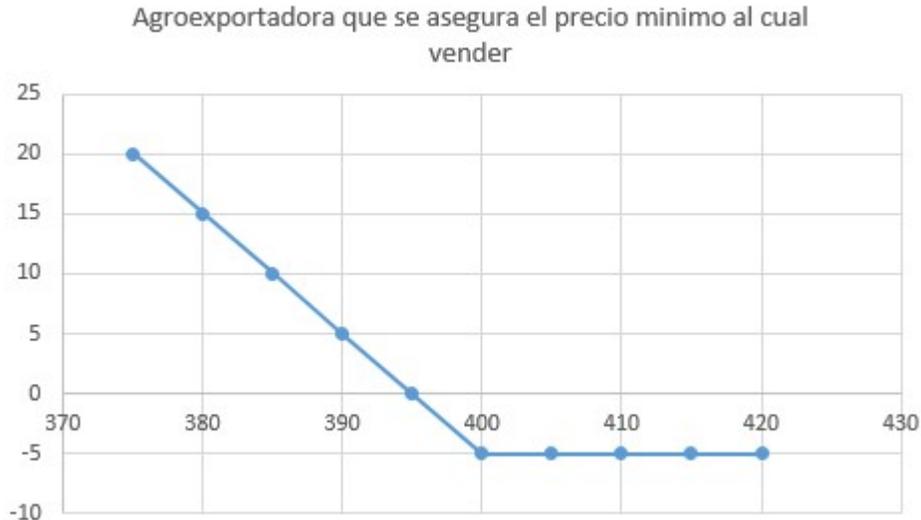
La operatoria en derivados agropecuarios se realiza en dólares y cada contrato tiene 100 tn

Esta situación da al exportador la posibilidad de vender el subyacente al vencimiento al precio pactado. Se observa que el put le da un piso bajo de venta de U\$S 395 (K-p), la ventaja, como se ha mencionado, es que la estrategia da la posibilidad de acompañar una suba de los precios y no quedarse al margen de los mismos pagando solamente de costo la prima.

En el caso que el mercado presente una tendencia bajista y al vencimiento el precio de la soja sea inferior a U\$S 400, la mejor alternativa para la empresa exportadora de soja es hacer uso de la opción vendiendo la soja a un precio por encima de lo que se vende en el mercado spot, obteniendo la ganancia correspondiente. Por ejemplo, si en el mercado spot al vencimiento el precio está a U\$S 375, el exportador haciendo uso de la opción vende a U\$S 395 y obtiene una ganancia de USD 20 por tonelada y de U\$S 2000 por todo el contrato.

Suponiendo el caso contrario, si el precio al vencimiento de la soja es alcista y sobrepasa el precio de ejercicio de U\$S 400, el exportador no ejercerá la opción perdiendo el importe de la prima y vendiendo al precio de mercado. Por ejemplo si en el mercado spot al vencimiento el precio es de U\$S 420, el exportador en cuestión no hará uso de la opción, perderá la prima de U\$S 5 por tonelada y de U\$S 500 por todo el contrato y venderá su producción a U\$S 420. La ganancia del exportador bajo estos supuestos radica en poder aprovechar la suba de precios del mercado spot respecto de la situación inicial.

Se puede observar la pérdida o ganancia de la cobertura en cuestión para los diferentes precios del subyacente al vencimiento. Como resumen de esta estrategia se confirma que mediante la compra de puts, el agroexportador puede asegurarse un piso en el precio de los granos y a la vez aprovechar eventuales subas en las cotizaciones. Esta herramienta requiere gastos en concepto de prima pero no necesita la inmovilización de grandes sumas de dinero para su comprador.



## **Capítulo IV: “RELEVAMIENTO SOBRE TRATAMIENTO IMPOSITIVO”**

En el presente capítulo, expondremos un relevamiento sobre el tratamiento y procedimiento que otras administraciones tributarias aplican a los instrumentos derivados a nivel internacional y provincial.

En el análisis del tratamiento local, se expondrán los puntos más conflictivos, donde brindaremos nuestra opinión y se analizarán casos puntuales, fallos y jurisprudencia.

### **4.1. Instrumentos derivados en la normativa fiscal española.**

Según el Real Decreto 1814/1991 del 20 de diciembre, la creación en España de mercados de futuros y opciones financieros se produjo en 1989, poco antes de la entrada en vigencia de la Ley del Mercado de Valores, circunscribiéndose inicialmente a las operaciones sobre deuda del Estado y quedando provisionalmente regulada por una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que encomendaba al Banco de España, en cuanto que Entidad rectora del mercado de deuda pública anotada, la supervisión administrativa de los nuevos mercados.

Con posterioridad, y al amparo del artículo 77 de la Ley de Mercado de Valores, el Ministro de Economía y Hacienda autorizó la negociación en los mercados de futuros y opciones ya existentes de contratos relativos al tipo de interés de los depósitos interbancarios en pesetas a tres meses, ampliándose así la gama de contratos negociados en tales mercados.

El desarrollo de éstos mercados justifica que, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 31 y 59 de la Ley de Mercado de Valores, el Gobierno los regule ya con carácter general, reconociéndoles carácter oficial.

Por otra parte, el Real Decreto 1814 otorga un especial protagonismo al Reglamento de cada mercado que, si bien deberá ser administrativamente aprobado, será elaborado por cada Sociedad rectora, que lo adecuará a sus especiales características técnicas.

En procura de una mayor flexibilidad, aunque se reconoce a todo miembro del mercado el derecho a convertirse en socio de la correspondiente sociedad rectora, no se le impone tal obligación, no dándose pues la identidad entre miembro del mercado y socio de la rectora típica del mercado bursátil, pero sin

que exista tampoco la disociación absoluta entre ambos conceptos que caracteriza al mercado de la deuda pública anotada.

Asimismo, se presta especial atención al régimen de garantías y al principio esencial de su actualización diaria, pilar básico sobre el que se asienta la tradicional seguridad de la contratación en estos mercados, cuyos riesgos potenciales de incumplimiento quedan considerablemente atenuados por el estricto régimen de garantía que típicamente exigen.

Si bien el citado Real Decreto regula el mercado de operaciones de derivados, no se cuenta con estudios lo suficientemente elaborados sobre la problemática contable y fiscal que se suscita en los mercados de productos financieros derivados, los cuales están en un reciente desarrollo.

Según Eduardo Abril Abadí, ex Director General de Tributos Español (1996), no existe normativa tributaria específica para estos productos, dado el reciente desarrollo de los mismos, salvo de algunas cuestiones específicas como es el caso de las retenciones en los depósitos de garantía de los miembros del mercado. Sin embargo, el hecho de que no exista una normativa específica no significa que sean “huérfanos fiscales”, un análisis de la normativa fiscal permite aclarar el tratamiento fiscal de quienes intervienen en estos mercados.

#### **4.1.1. Impuesto a las Sociedades y a la Renta de las Personas Físicas.**

El principal problema que se presenta al analizar la fiscalidad de los productos derivados es la calificación de las rentas derivadas de estas operaciones a los efectos del cálculo de las bases imponibles de los impuestos personales correspondientes a sus titulares-inversores.

La Ley del Impuesto sobre las Sociedades (impuesto a las ganancias) prescinde de esta calificación de renta derivada de estas operaciones ya que toma como base para el cálculo del impuesto al resultado contable, por lo tanto este problema se plantea en el ámbito del impuesto a las ganancias de las personas físicas.

Las tres categorías de rentas aplicables a las derivadas de operaciones con derivados son: rendimientos del capital mobiliario, rendimientos de la actividad empresarial e incrementos o disminuciones patrimoniales.

¿Son rendimientos de capital mobiliario las rentas derivadas de los contratos derivados financieros? Según la Ley 18/1991 de Impuesto a la Renta de

las Personas Físicas, los rendimientos de capital mobiliario responden a una doble tipología: rendimientos obtenidos por la participación de fondos propios de cualquier tipo de entidad, y rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios. Atendiendo a esta definición se puede concluir que las rentas obtenidas de contratos de derivados no son rendimientos de capital mobiliario, ya que no nos encontramos ante rendimientos derivados de la cesión o utilización de capitales ajenos y por lo tanto no le serán aplicables el sistema de retenciones que prevé la normativa fiscal española para ciertas categorías de rentas entre las que se encuentran los rendimientos de capital mobiliario.

¿Son rendimientos de la actividad empresarial las rentas derivadas de los contratos derivados financieros? Por rendimientos de la actividad empresarial se entiende a aquellos que provienen de la ordenación por cuenta propia de medios de producción y recursos humanos con la finalidad de intervenir en la producción y distribución de bienes y servicios. Para poder determinar el tratamiento fiscal como rendimientos de la actividad empresarial es necesario determinar previamente el carácter de cobertura o, simplemente, especulativo de la operación, así como si la operación se enmarca en una actividad de carácter empresarial. Cuando el contrato se enmarca en la actividad empresarial y presupone la cobertura de riesgos es aplicable la categoría de rendimientos de la actividad empresarial. En el caso de operaciones especulativas, se entiende que solo deberían considerarse rentas derivadas de la actividad empresarial en el supuesto de que las rentas sean percibidas por empresarios cuyo objeto, social o individual, consista en la inversión en este tipo de instrumentos. Un aspecto a destacar es el problema que se produce cuando las rentas derivadas de estos instrumentos financieros se obtienen por personas físicas o jurídicas no residentes que operan en el país sin mediar establecimiento permanente, dada la imposibilidad de acceder al conocimiento de si la operación es de carácter especulativo o de cobertura y de si su contratación constituye el objeto social de la entidad.

¿Son incrementos y disminuciones patrimoniales las rentas derivadas de los contratos derivados financieros? La Ley 18/1991 del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas define a los incrementos y disminuciones patrimoniales como: “variaciones en el valor del patrimonio del sujeto pasivo que se ponga de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquel” La figura de incrementos y disminuciones patrimoniales es importante para calificar a las rentas que se derivan de contratos realizados por personas físicas o jurídicas fuera del marco de la actividad empresarial y con pretensión normalmente

especulativa. De aplicarse esta calificación debe considerarse los siguientes aspectos dispuestos por la legislación española en relación a los incrementos y disminuciones patrimoniales y que pueden afectar la carga tributaria asociada a los contratos de derivados:

- El Real Decreto-Ley 7/1996 establece una distinción entre los incrementos de patrimonio producidos en un período inferior a dos años y los generados en más de dos años, estableciendo para éstos últimos una menor carga tributaria.
- La Ley de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas limita la compensación de incrementos y disminuciones patrimoniales no permitiendo, por ejemplo, compensar disminuciones de patrimonio con rendimientos de capital mobiliario.

En cuanto a los contratos efectuados por no residentes, la Administración Tributaria mantiene la calificación de incrementos o disminuciones patrimoniales en relación con las rentas derivadas de futuros financieros obtenidas en España por no residentes que actúen en el país sin existir establecimiento permanente. Determina, en este caso, la no existencia de retenciones a cuenta en origen, y la aplicación de la tributación en el país de residencia, para países miembros de la Unión Europea o aquellos terceros países con los que España tenga suscrito un convenio para evitar la doble imposición internacional.

Luego de analizar la calificación fiscal de las rentas es necesario determinar el criterio a utilizar en cuanto a la imputación temporal de las rentas. Las leyes españolas sobre los impuestos personales sobre la renta de las personas físicas o de las sociedades coinciden en el devengo como criterio para la imputación de los ingresos. Sin embargo, el concepto de devengo se utiliza con significado diferente en ambos impuestos. En el Impuesto sobre las Sociedades la normativa establece la utilización del criterio de devengo contable como norma para la imputación temporal, mientras que en el Impuesto a la Renta de las Personas Físicas el término devengo es utilizado como sinónimo de exigibilidad.

En este marco, para el caso del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas el criterio aplicable sería el de reconocer el resultado en el momento final, es decir, al vencimiento del contrato. En el caso del Impuesto sobre Sociedades debe considerarse el concepto de devengo recogido del Plan General de Contabilidad.

La Circular del Banco de España número 4/1991 establece que “en el caso de futuros financieros y opciones, contratados en mercados organizados las diferencias que resulten de las variaciones en más o menos, en las cotizaciones del respectivo mercado se llevarán íntegramente a la cuenta de pérdidas y ganancias”. Es decir que se reconocerán los beneficios o pérdidas día a día, en base a las liquidaciones diarias realizadas por el órgano rector del mercado.

En cuanto a los rendimientos obtenidos por no residentes en España, la doctrina administrativa determina la imputación al vencimiento de los contratos o al cierre de la posición si se produce con anterioridad. En el caso de contratos no negociados en mercados organizados, el criterio de prudencia parece indicar que el tratamiento a aplicar es el reconocimiento de los resultados al fin del ejercicio.

#### **4.1.2. Impuesto al Patrimonio.**

La Ley 4/2008 del 23 de diciembre suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio en España, el impuesto se mantiene con carácter informativo, pero está bonificado en un 100%.

#### **4.1.3. Impuesto al Valor Añadido.**

Si bien el hecho imponible de este impuesto hace que las operaciones de derivados queden incluidas en este impuesto, las mismas quedan amparadas en la exención prevista para las operaciones financieras. El problema se plantea para los contratos con subyacentes no financieros. Atendiendo a esta problemática la Ley de medidas fiscales, administrativas y del orden social en vigor a partir del 1 de enero de 1995 establece que estas operaciones se consideran sometidas al régimen de depósito distinto del aduanero, en consecuencia la entrega de estos bienes están exentas del impuesto, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 24 de la Ley 37/1992 (Ley del IVA), hasta el momento en que los referidos se pongan a disposición del adquirente. Esto quiere decir, que solo en el supuesto de producirse la adquisición de los bienes, lo que no sucede cuando las operaciones se liquidan por diferencias, existiría gravamen por Impuesto al Valor Añadido.

### **4.2. Los instrumentos derivados en la normativa fiscal de los estados unidos.**

#### **4.2.1. Los impuestos en EE.UU.**

En EE.UU., los impuestos se pagan a nivel local, estatal y federal (los dos primeros casos no son aplicables a todos los estados; así, por ejemplo, los que no

cobran impuestos locales son Alaska, Dakota del Sur, Florida, Nevada, Texas, Washington y Wyoming).

EE.UU. grava a los ciudadanos, extranjeros residentes, y las empresas nacionales en sus ingresos netos en todo el mundo. El sistema impositivo del Gobierno Federal es de naturaleza progresiva, esto quiere decir que mientras más dinero se genere, más impuesto se pagará.

El sistema tributario opera principalmente a través del cumplimiento voluntario en lugar de la estimación directa. El cumplimiento del pago de impuestos es tomado muy seriamente ya que es una obligación de todo ciudadano o residente (temporal o permanente) que genere ingresos. Es administrado y controlado de manera muy estricta a través del Internal Revenue Service (IRS).

Es indispensable establecer el origen geográfico de los ingresos para determinar la aplicación de la mayoría de las normas impositivas. De esta forma, los extranjeros deben conocer la fuente de sus ingresos a fin de determinar si corresponde la jurisdicción de EE.UU. a fines impositivos. Si un individuo ha vivido más de 180 días seguidos en EE.UU., independientemente de la situación de vida que se tenga (soltero, casado, etc), el IRS interpretará que, a efectos del impuesto, es un residente y por lo tanto deberá pagar impuestos sobre cualquier ingreso que haya obtenido. El ingreso bruto es el ingreso total recibido (mundialmente) sujeto a impuesto. Esto incluye: dinero, bienes, propiedad y servicios que no se encuentren exentos de impuestos, e inclusive los ingresos provenientes de fuentes ubicadas fuera de los EE.UU.

Los porcentajes anuales que se pagan varían según el monto total de los ingresos obtenidos. Los impuestos declarados en EE.UU. son recuperables en un alto porcentaje, aunque deben cumplirse varias reglas como no exceder una cantidad máxima de ganancias durante el periodo trabajado (en tal caso se supone que se ha sido residente y no se devuelven).

#### **4.2.2. Los instrumentos derivados en EE.UU.**

El mercado de los EE.UU. ofrece ID de todos los tipos: futuros, forwards, opciones, swaps y combinaciones exóticas de los contratos básicos. Los modelos de contratos negociados están ampliamente regulados. Las autoridades fiscales de EE.UU. han dedicado mucha energía al desarrollo de normas específicas de imposición de los ID. Los progresos realizados desde 1989 han sido especialmente notables. Durante este período, las autoridades fiscales han

completado sustancialmente las reglas sofisticadas para tratar con el valor del tiempo y la acumulación económica. También comenzaron a ocuparse de las cuestiones relativas al carácter de los ingresos provenientes de los ID.

Con la promulgación de normas básicas de cobertura en 1994, un sistema relativamente bien desarrollado para gravar los ID ya está en marcha. Si la normativa específica todavía no se ocupa de las cuestiones planteadas por una operación financiera, la jurisprudencia fiscal general, direcciona los problemas a través del análisis de la sustancia de la transacción y la analogía con el tratamiento de las transacciones económicas similares. Las normas de los EE.UU. para gravar los ID dan un significado diferente a la duración de un instrumento, calendario de pagos, y los atributos de riesgo.

Los EE.UU. no establecen ninguna distinción especial entre los ID de diferente duración, aunque con una duración importante podría dar lugar a la recalificación de un instrumento. Los swaps, forwards y opciones son los contratos principales, y son sometidos a imposición en virtud de normas especiales designadas para evitar la aceleración injustificada o diferimiento de los ingresos.

Los EE.UU. también señalan las distinciones basadas en atributos de riesgo y los índices subyacentes. La ganancia o pérdida en derivados en moneda extranjera se encuentra regulada por una ley específica. Otra norma requiere que todos los contribuyentes valoren los ID a precios de mercado cotizados en bolsa y a los contratos en moneda extranjera en la misma moneda que los ID cotizan en bolsa. El riesgo de crédito por lo general no es significativo a la imposición de los ID.

Los EE.UU. generalmente no permiten que los titulares de los ID acumulen las pérdidas por insuficiencia de crédito de contrapartes hasta convertirse en cantidades incobrables. En la imposición de los ID, los EE.UU. hacen pocas distinciones entre diferentes tipos de contribuyentes. Los individuos y las empresas están sujetos a la imposición de las mismas reglas básicas, a pesar de que tienen impuestos a tasas diferentes. Los regímenes fiscales especiales para los bancos, compañías de seguros, fondos mutuos y otros vehículos especiales de inversión en general, no les ofrecen ninguna excepción particular de las normas en materia de fiscalidad de los ID.

Desde 1993, sin embargo, los comerciantes de los ID se han visto obligados a marcar al mercado (mark-to-market) todas las posiciones adoptadas en su calidad de concesionarios. El objeto de la transacción con un ID puede

afectar su tratamiento fiscal en EE.UU. en varios aspectos importantes. Un ID que de otra manera produciría aumento de capital en una base de mark-to-market puede generar ingresos ordinarios en una base modificada de realización si se trata de una operación de cobertura. La ganancia o pérdida en un ID con la intención de alterar el costo de fondos prestados pueden ser asimiladas a intereses para ciertos fines. Por último, los ingresos de un ID de un no residente que de otro modo no estarían gravados en los EE.UU. pueden estar sujetos a impuestos si el ingreso proviene de negocios en lugar de una operación de inversión.

Los EE.UU. en general reconocen la existencia de un ID sobre la ejecución del contrato. El contrato en sí es un bien incorporal distinto de los bienes subyacentes. El contribuyente por lo general no tiene una base fiscal inicial en el contrato de derivados, además de los costos de transacción capitalizado, si no ha pagado una prima por el contrato. Un contribuyente adquiere una base fiscal en un contrato si reconoce resultados no realizados o aumento del contrato en virtud del principio del devengo, mark-to-market, u otras normas de contabilidad. La ejecución del contrato genera una posición en la propiedad subyacente. La existencia de la posición puede tener diversas consecuencias para la parte contratante.

El titular de una opción, por ejemplo, se puede tratar en algunos casos, como el propietario real de la opción. La posición puede provocar el aplazamiento de las pérdidas o un cambio en el carácter del ingreso bajo las reglas de cobertura.

La ejecución del contrato también puede crear una obligación de que se acumulen los gastos asimilados a los intereses a efectos de determinar los ingresos de una persona extranjera de EE.UU. o una persona de los EE.UU. con limitaciones de crédito fiscal.

Una excepción a las normas habituales para el reconocimiento de los ID tiene una importancia práctica para las personas extranjeras. Las autoridades fiscales de EE.UU. no reconocen las transacciones entre sucursales. Preocupados de que las operaciones auto-determinadas pueden distorsionar los ingresos, las autoridades consideran que un contribuyente no puede contratar con ella misma. Esto tiene ramificaciones importantes para la cobertura y el cómputo de la renta neta. Un ID generalmente deja de existir a efectos fiscales en la satisfacción, caducidad o rescisión del contrato.

### **4.2.3. Reconocimiento de Ingresos En los EE.UU.**

El sistema de contabilidad tributaria es distinto de las medidas de contabilidad financiera, de la reglamentación y los momentos de reconocimiento de los ingresos a partir de los ID y todas las demás transacciones. El principio de organización de la contabilidad fiscal es el claro reflejo de la renta dentro del período de contabilidad anual de cada contribuyente. Prácticamente todos los contribuyentes utilizan el método de lo devengado.

Concesionarios y titulares de determinados contratos fácilmente comercializables, sin embargo, debe marcar su posición en el mercado. El método de acumulación es el método normal de contabilidad fiscal para los contribuyentes corporativos en los EE.UU. Por lo general, regula el reconocimiento de ingresos y gastos de los ID para los cuales las reglas especiales de mark-to-market, de cobertura, o compensación no se aplican. Bajo el método de acumulación, el contribuyente reconoce un artículo cuando todos los eventos que fijan los derechos u obligaciones se han producido, el importe de la partida se puede determinar con una exactitud razonable, y (en el caso de los gastos) los resultados económicos se han producido.

Estos principios básicos se aplican a forwards y opciones que no están sujetos a un régimen especial de contabilidad. Normas algo diferentes, desarrolladas a partir de esos principios, se aplican a los principales de contratos nocionales.

(a) Forwards y Opciones Las partes ya sea en un forward o una opción no reconocen la ganancia o pérdida sobre la ejecución del contrato. El otorgante de una opción por lo general reconoce la ganancia o pérdida sólo en el ejercicio, la venta, cesión, la terminación, o la caducidad de la opción. El comprador de una opción reconoce ganancia o pérdida cuando se vende la opción, termina la opción a través de compensación o de liquidación, o se permite a la opción tener efecto. La ganancia o pérdida en una venta es igual a la diferencia entre la prima y el proceder de la venta. Las partes en un contrato de forward por lo general reconocen la ganancia o pérdida en el momento de la entrega física en virtud del contrato, un pago en efectivo de sus posiciones, o la venta del propio contrato. El comprador sólo tiene una base de impuestos en la propiedad igual al precio del contrato

(b) Contratos nocionales principales Los contratos nocionales principales derivan de futuros y opciones, pero las reglas de contabilidad que se aplican a

ellos son una elaboración importante de los principios básicos que acabamos de describir. Las reglas para los contratos notacionales principales se aplican a todos los contribuyentes independientemente de su método de contabilidad. El procedimiento para la acumulación de ingresos de un particular pago en virtud de un contrato teórico del principal depende de si el pago es un pago periódico, el pago por finalización del contrato, o el pago no periódico. El efecto práctico de las reglas del contrato notacional principal es para amortizar las primas por adelantado y otros pagos no periódicos a lo largo de la vigencia del contrato relacionado.

#### Contabilidad Mark-to-market

La contabilidad Mark-to-market es una característica importante del sistema de los EE.UU. para gravar los ID. El sistema mark-to-market administrado por las bolsas de productos básicos apoyó la creación en 1981 de un sistema similar para el reconocimiento de los ingresos de los futuros y ciertas opciones enumeradas. Si cualquiera de los sistemas de valoración a precios de mercado se aplica, el contribuyente debe tratar los contratos afectados como si fueran vendidos por su valor justo de mercado en el último día hábil del año contributivo. La cantidad que se tome en cuenta para ese año se ajusta la ganancia o pérdida reconocida cuando el contrato se ha valorado a precios de mercado en años anteriores.

#### Contabilidad de cobertura

La contabilidad de cobertura se aplica a muchos ID, pero las reglas de la contabilidad de cobertura no estaban bien definidas hasta hace un tiempo. A finales de 1994, sin embargo, las autoridades fiscales habían esbozado un sistema de contabilidad de la cobertura de negocios que estableció normas de integración para determinados seguros de cambio, y propuso la integración de normas más generales para la cobertura de calificación de los instrumentos de deuda. La contabilización de cobertura sincroniza el momento en que el contribuyente reconoce las consecuencias fiscales de la operación cubierta.

#### Contra la evasión.

Los conceptos de lucha contra la evasión impregnan el sistema de impuestos de los EE.UU. En cierta medida, las consecuencias fiscales de todas las transacciones financieras dependen de su contenido económico en lugar de su forma. El principio básico tiene un significado particular para las transacciones de derivados, que a menudo están diseñados para imitar los resultados de otras operaciones que tienen consecuencias reglamentarias o contables menos

favorables o para obtener un resultado fiscal diferente del que se asocia con una transacción económica similar. Algunas normas relativas a los ID por lo tanto específicamente ignoran la forma de las operaciones en muchos casos.

#### **4.2.4. Impuesto a la Renta Carácter de la renta**

En los EE.UU., las consecuencias fiscales de una transacción de derivados a menudo dependen de si el ID, los bienes subyacentes, o una posición cubierta con el ID es un bien de capital. Si alguno de ellos es el capital, la venta o el intercambio del ID puede producir capital en lugar de una ganancia o pérdida ordinaria. La diferencia es importante porque los contribuyentes corporativos pueden deducir las pérdidas de capital sólo contra las ganancias de capital. Las normas de tratamiento de cobertura y las excepciones del mark-to-market también pueden no estar disponibles para las posiciones que producen ganancias o pérdidas de capital. Dada su importancia, hay un nivel desafortunado de incertidumbre acerca de los problemas de cierto carácter.

El carácter de las ganancias o pérdidas en la satisfacción, la disposición, o la terminación de futuros, forwards y opciones está bastante bien resuelto. La ganancia o pérdida de forwards y opciones en general, es capital si el contribuyente mantiene los bienes subyacentes como activos de capital. Los inversores y los comerciantes suelen poseer bienes como activos de capital, en cambio, los intermediarios normalmente no lo hacen. La ley establece que en moneda extranjera las ganancias o pérdidas son comunes para todos los contribuyentes. La ley también especifica que en la ganancia o pérdida de los ID sujetos al mark-to-market el régimen será de capital.

#### **Jurisdicción**

Los EE.UU. ejercen jurisdicción del impuesto sobre la renta tanto en la fuente como con una base de residencia. El criterio de la fuente aplica a la cantidad periódica fija o determinable de fuente EE.UU. por no residentes extranjeros. La jurisdicción basada en la residencia se extiende a los ciudadanos de EE.UU. y los residentes, las empresas nacionales, y las personas extranjeras que hacen negocios en los EE.UU. El impuesto sobre una base de origen es una retención del 30 por ciento sobre los ingresos brutos. La ley exceptúa a las carteras y los intereses bancarios de depósito del impuesto. El impuesto sobre la renta y los tratados a menudo reducen las tasas de otros ingresos. El impuesto sobre una base de residencia aplica tasas graduales sobre la renta neta, se aplica a los ingresos en todo el mundo de los ciudadanos, residentes y empresas

nacionales y con los ingresos efectivamente vinculados a la operación de EE.UU. o de negocios de los extranjeros no residentes.

Las reglas de origen juegan un papel crítico en la definición del alcance de la jurisdicción de los impuestos de los EE.UU. Estas identifican los ingresos de fuente en el país sobre el cual los EE.UU. afirman jurisdicción primaria. Asimismo, determinan la medida en que, a través del sistema de crédito fiscal extranjero, los EE.UU. reducirán sus reclamos basados en la residencia y cederán la jurisdicción fiscal a un país que aplica criterio de la fuente.

Los EE.UU. en general, determinan las fuentes fijas o determinables cantidades periódicas en función de la persona o el lugar en el que se generan. Por lo tanto, los intereses y dividendos tienen su fuente en el domicilio del deudor. Las rentas y regalías tienen su fuente en el lugar en que la propiedad se utiliza. Los rendimientos de capital tienen su fuente en el lugar en que se localiza la propiedad y las ganancias surgen en el lugar en que el título pasa al comprador.

El origen de las ganancias de la venta de bienes muebles es en el domicilio del vendedor. A los efectos de la regla de residencia basada en la fuente, los residentes en los EE.UU. incluidos los ciudadanos o residentes que no tienen otros impuestos domésticos, las empresas nacionales, y los fideicomisos son sujetos a impuestos de los EE.UU. en la totalidad de sus ingresos. En el caso de las asociaciones, la regla se aplica a nivel de socios. Similares reglas de origen basadas en la residencia se aplican a la ganancia de cambio de divisas.

El lugar fijo de negocios de una persona extranjera en los EE.UU. se trata como un establecimiento permanente. Las ganancias atribuibles al establecimiento permanente tienen fuente en los EE.UU. a menos que los ingresos se obtuvieran con la participación material de una oficina extranjera para el uso fuera de los EE.UU.

Resumiendo, el mayor defecto de los sistemas de EE.UU. para gravar los ID es su complejidad. A su vez la complejidad en este ámbito, obviamente, refleja la complejidad del sistema fiscal de EE.UU. y la complejidad de muchas operaciones financieras derivadas, que también se relaciona con la continua dependencia de los conceptos tradicionales para hacer frente a las transacciones a menudo diseñadas para evadir las normas. La debilidad principal del sistema actual de tributación de los ID se deriva de la imposibilidad de lograr un avance teórico. Los conceptos tradicionales a menudo no otorgan un tratamiento fiscal similar a las transacciones económicas comparables. La optatividad como

resultado de las consecuencias fiscales presenta oportunidades de arbitraje fiscal en torno al cual se ha desarrollado una industria financiera en crecimiento. El tratamiento de transacción abierta en lo que refiere a forwards y opciones ha sido identificado como una importante fuente de la dificultad, pero las raíces del problema alcanzan asuntos tan fundamentales como la importancia de que un sistema fiscal clásico da a la distinción entre deuda y capital. Mucha atención se ha centrado en las potenciales soluciones, desde el desglose de los instrumentos financieros con el abandono del principio de reconocimiento, la integración del sistema del impuesto de sociedades, y una mayor dependencia de las bases imponibles alternativas, pero el consenso necesario para un cambio sistémico no ha surgido aún.

#### **4.2.5. El Impuesto al Valor Agregado En EE.UU**

No existe un sistema fiscal equiparable con el I.V.A. En su lugar, los impuestos sobre ventas son determinados individualmente por el estado y la ciudad, y cada estado tiene autonomía completa a la hora de administrar sus impuestos.

#### **4.3. Los instrumentos derivados en la normativa fiscal chilena.**

En Chile desde la Circular N°7 del 12 de enero de 1979, primer pronunciamiento interno del Servicio de Impuestos Internos sobre la materia relativa a los instrumentos derivados, se han emitido solo 8 dictámenes de conocimiento público sobre esta materia, cuyo énfasis han sido las consultas sobre dudas respecto de las cantidades que se remesan al exterior en cumplimiento de contratos con operadores extranjeros, así como sobre aspectos de Renta e IVA.

Esto confirma que la madurez del Mercado de Capitales en Chile respecto a este tipo de instrumentos no está lo suficientemente consolidado en términos de su masividad, debido en principio al desconocimiento de su funcionamiento, acompañado en ciertos casos de barreras de acceso, así como los mínimos a transar y la complejidad para comprender este tipo de operaciones financieras en todo su ciclo técnico operativo.

Sin embargo, la apertura y la gran competencia que enfrentan las empresas, las ha llevado a incursionar en otros mercados. El auge de las

exportaciones en los últimos años han generado oportunidades de crecimiento para las empresas brindándole mayor proyección internacional, pero también les ha significado nuevos problemas que deben ser capaces de enfrentar como son los cambios en variables económicas que las empresas no pueden controlar, como el tipo de cambio, tasas de interés, precios de commodities, etc.

La administración de riesgos financieros tiene por objetivo reducir la incertidumbre relacionada con las variables antes señaladas, en el marco de las políticas que cada empresa debe fijarse para la gestión de sus riesgos. Los instrumentos financieros derivados permiten mitigar los riesgos a que pueden verse enfrentadas las empresas en la celebración de contratos comerciales o financieros.

En el mercado chileno se realizan operaciones de contratos a plazo (forwards), permutas financieras (swaps) sobre monedas y tasas de interés y opciones. En la actualidad no se transan instrumentos financieros en bolsa, a pesar de existir la estructura legal y operativa necesaria.

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile define un régimen de libertad cambiaria. Respecto a las operaciones realizadas en el mercado local sobre activos subyacentes extranjeros, las empresas pertenecientes al Mercado Cambiario Formal (MCF) pueden celebrar entre ellas, o con terceros domiciliados o residentes en Chile, contratos de futuros, forwards o swaps en que al menos una de las monedas contratadas sea extranjera, y sobre las tasas de interés extranjeras. Por otra parte, se autorizan las transacciones con derivados en el exterior sin restricciones (incluye opciones y derivados de crédito, además de futuros, forwards y swaps), sobre monedas extranjeras, moneda corriente nacional, unidades de fomento, tasas de interés extranjeras, instrumentos de renta fija, colocaciones comerciales, productos, instrumentos de renta variable e índices accionarios que se transen en bolsas del exterior, celebradas entre residentes en Chile y personas o entidades domiciliadas en el exterior, sea que los contratos se realicen en bolsas o fuera de ellas.

Los inversionistas institucionales están sujetos a normas propias, mientras que las empresas e individuos no. Específicamente, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS) regula las bolsas de valores, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión; tanto la Superintendencia de Bancos e instituciones Financieras (SBIF) como el Banco Central norman los

bancos comerciales; finalmente, la Superintendencia de Pensiones (SAFP) supervisa las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

#### **4.3.1. Impuesto a la Renta.**

El sistema tributario chileno está constituido por dos tipos de Impuestos: los Directos, que gravan o afectan la obtención de la renta o riqueza en manos de la persona que lo obtiene y los Indirectos que afectan la manifestación de la riqueza, gravando los actos o contratos sobre determinadas operaciones.

Dentro de los Impuestos Directos encontramos el Impuesto a la Renta que grava las utilidades empresariales, la renta de las personas naturales con y sin domicilio o residencia en Chile.

Por otra parte dentro de los Impuestos Indirectos encontramos el Impuesto a las Ventas y Servicios, los Impuestos Específicos al tabaco, al combustible y el Impuesto al Comercio Exterior, Timbres y Estampillas, Juegos de Azar y finalmente el de Herencias, Asignaciones y Donaciones.

La Ley N°824 de impuesto a la Renta distingue diferentes tipos de impuestos: Impuesto Real que grava la renta sin atender a la persona del contribuyente, con dos tipos de gravámenes:

- Impuesto de Primera Categoría, con tasa del 17%.
- Impuesto Único Artículo 21 Ley de Impuesto a la Renta con tasa del 35%.
- Impuesto Único Artículo 17 N° 8 Ley de Impuesto a la Renta, con tasa 17%.

Es un impuesto proporcional porque es una tasa fija cualquiera sea el monto de la renta.

Impuesto Personal que grava la renta tomando en cuenta la persona del contribuyente, clasificándose en dos tipos:

- Impuesto Único de Segunda Categoría.
- Impuesto Global Complementario o Adicional.

Es un impuesto progresivo, porque la tasa que lo grava va en aumento a medida que aumenta el monto de la renta.

#### **Clasificación de las Rentas**

## 1. Rentas de la Primera Categoría (Artículo 20 LIR).

Si la fuente generadora de las rentas es el "capital", como elemento preponderante e indispensable en el desarrollo de la actividad, las rentas se clasifican en la Primera Categoría.

Entendiéndose por rentas del capital cuando un factor de la producción formado por la riqueza acumulada, que unido al elemento trabajo y recursos naturales genera nueva riqueza.

- Rentas clasificadas en la Primera Categoría.
  - De la explotación de bienes raíces agrícolas y no agrícolas.
  - De capitales mobiliarios.
  - Del comercio, de la industria, de la minería, construcción y servicios en general.
  - De servicios de intermediación (corredores, comisionistas, martilleros, agentes de aduana, etc.), de educación, de salud y de diversión y esparcimiento.
  - De cualquier otra actividad o servicio no comprendida en las anteriores.

## 2. Rentas de la Segunda Categoría (Artículo 42 LIR).

Si en la generación de la renta predomina el esfuerzo físico o intelectual por sobre el empleo de "capital", la renta se clasifica en la Segunda Categoría. Para determinar dicha preponderancia, el capital debe ser totalmente secundario, predominando el trabajo personal, sin perjuicio de la contratación de dependientes que ayuden a la prestación de los servicios.

- Rentas clasificadas en la Segunda Categoría:
  - Trabajadores dependientes (trabajadores en general) (Artículo 42 N° 1 LIR).
  - Trabajadores independientes (Profesionales, personas que desarrollan una ocupación lucrativa, auxiliares de la administración de justicia, corredores personas naturales y Sociedades de Profesionales) (Artículo 42 N° 2 LIR).

Imposición a la Renta de resultados originados en instrumentos financieros derivados. El resultado originado en instrumentos derivados tiene asignado una

naturaleza tributaria propia, según se trate del tipo de contribuyente. Así, estaremos frente a una ganancia de capital mobiliario, cuando se trate de personas naturales, en tanto para las sociedades y empresas individuales, estos resultados se incorporan a la liquidación global de los resultados de la actividad, motivo por el que la calificación de renta que reciben corresponde a ingresos brutos.

En cuanto a la fuente de la renta, no existe en Chile certeza legal que permita dilucidar si estamos en presencia de una renta de fuente nacional o extranjera, esto porque la naturaleza de los instrumentos derivados no se encuentran comprendidos en alguna de las rentas que prescriben en los actuales artículos 58 y 59 de nuestro Decreto Ley 824, ni mucho menos en el alcance general del artículo 3.

Artículo 3º.- “Salvo disposición en contrario de la presente ley, toda persona domiciliada o residente en Chile, pagará impuestos sobre sus rentas de cualquier origen, sea que la fuente de entradas esté situada dentro del país o fuera de él, y las personas no residentes en Chile estarán sujetas al impuesto sobre sus rentas cuya fuente esté dentro del país.

Con todo, el extranjero que constituya domicilio o residencia en el país, durante los tres primeros años contados desde su ingreso a Chile sólo estará afecto a los impuestos que gravan las rentas obtenidas de fuentes chilenas. Este plazo podrá ser prorrogado por el Director Regional en casos calificados. A contar del vencimiento de dicho plazo o de sus prórrogas, se aplicará, en todo caso, lo dispuesto en el inciso primero.”

Artículo 58.- “Se aplicará, cobrará y pagará un impuesto adicional a la renta, con tasa del 35%, en los siguientes casos:

1) Las personas naturales extranjeras que no tengan residencia ni domicilio en Chile y las sociedades o personas jurídicas constituidas fuera del país, incluso las que se constituyan con arreglo a las leyes chilenas y fijen su domicilio en Chile, que tengan en Chile cualquiera clase de establecimientos permanentes, tales como sucursales, oficinas, agentes o representantes, pagarán este impuesto por el total de las rentas de fuente chilena que remesen al exterior o sean retiradas, con excepción de los intereses a que se refiere el N° 1 del artículo 59. Para estos efectos, el impuesto contemplado en este número se considerará formando parte de la base imponible representada por los retiros o remesas brutos.

2) Las personas que carezcan de domicilio o residencia en el país, pagarán este impuesto por la totalidad de las utilidades y demás cantidades que las sociedades anónimas o en comandita por acciones respecto de sus accionistas, constituidas en Chile, les acuerden distribuir a cualquier título, en su calidad de accionistas, con excepción sólo de las cantidades que correspondan a la distribución de utilidades o de fondos acumulados que provengan de cantidades que no constituyan renta...”

Artículo 59.- “Se aplicará un impuesto de 30% sobre el total de las cantidades pagadas o abonadas en cuenta, sin deducción alguna, a personas sin domicilio ni residencia en el país, por el uso, goce o explotación de marcas, patentes, fórmulas y otras prestaciones similares, sea que consistan en regalías o cualquier forma de remuneración, excluyéndose las cantidades que correspondan a pago de bienes corporales internados en el país hasta un costo generalmente aceptado...”

“...Este impuesto se aplicará, con tasa 35%, respecto de las rentas que se paguen o abonen en cuenta a personas a que se refiere el inciso primero por concepto de:

- 1) Intereses (...)
- b) Créditos otorgados desde el exterior por instituciones bancarias o financieras extranjeras o internacionales (...)
- c) Saldos de precios correspondientes a bienes internados al país con cobertura diferida o con sistema de cobranzas;
- d) Bonos o debentures emitidos en moneda extranjera por empresas constituidas en Chile (...)
- e) Bonos o debentures y demás títulos emitidos en moneda extranjera por el Estado de Chile o por el Banco Central de Chile, y
- f) Las Aceptaciones Bancarias Latinoamericanas ALADI (ABLAS) y otros beneficios que generen estos documentos.
- g) los instrumentos señalados en las letras a), d) y e) anteriores, emitidos o expresados en moneda nacional.
- h) Los instrumentos de deuda de oferta pública...”

Lo anterior nos enfrenta al problema de definir si el elemento que subyace a estos instrumentos están o no situados en el país, por cuanto esto último determinara la situación tributaria de los distintos derechos y obligaciones que acarrearán este tipo de contratos para las partes intervinientes.

En cuanto al momento de reconocimiento de resultados, en Chile ha quedado en evidencia que poco importa el principio de la realización, dado el concepto del devengamiento de la renta que se materializa antes o cuando menos de manera simultánea al momento de su reconocimiento y medición según los artículos 2 y 15 de la ley citada anteriormente.

Artículo 2º.- “Para los efectos de la presente ley se aplicarán, en lo que no sean contrarias a ella, las definiciones establecidas en el Código Tributario y, además, salvo que la naturaleza del texto implique otro significado, se entenderá:

1.- Por “renta”, los ingresos que constituyan utilidades o beneficios que rinda una cosa o actividad y todos los beneficios, utilidades e incrementos de patrimonio que se perciban o devenguen, cualquiera que sea su naturaleza, origen o denominación.

Para todos los efectos tributarios constituye parte del patrimonio de las empresas acogidas a las normas del artículo 14 bis, las rentas percibidas o devengadas mientras no se retiren o distribuyan.

2.- Por “renta devengada”, aquélla sobre la cual se tiene un título o derecho, independientemente de su actual exigibilidad y que constituye un crédito para su titular.

3.- Por “renta percibida”, aquella que ha ingresado materialmente al patrimonio de una persona. Debe asimismo, entenderse que una renta devengada se percibe desde que la obligación se cumple por algún modo de extinguir distinto al pago...”

Artículo 15º.- “Para determinar los impuestos establecidos por esta ley, los ingresos se imputarán al ejercicio en que hayan sido devengados o percibidos, de acuerdo con las normas pertinentes de esta ley y del Código Tributario, salvo que las operaciones generadoras de la renta abarquen más de un período como en los contratos de larga ejecución, ventas extraordinarias de pago diferido y remuneraciones anticipadas o postergadas por servicios prestados durante un largo espacio de tiempo...”

Una excepción a esta regla está representada por las normativas que si prevén la imputación de estos resultados en aquellos casos que los instrumentos derivados se hubieran concertado en mercados organizados que cumplen, entre otras condiciones, con un sistema de liquidación diaria de posiciones, conocido como sistema mark to market. El fundamento de esta doctrina es que esta imputación implica la realización de los resultados.

Naturaleza de la imposición sobre los instrumentos derivados en personas jurídicas.

La doctrina tributaria en general ha considerado que las rentas generadas por los instrumentos derivados descritos, se clasifican en dos grandes categorías: rendimientos de actividades económicas, o bien, como ganancias y pérdidas patrimoniales. La inclusión en una u otra categoría de renta dependerá de la finalidad última de la operación con derivados. Lo anterior lo podemos desagregar de la siguiente manera:

a. Cuando una empresa pretenda cubrir un riesgo con instrumentos derivados sobre un elemento afecto a la actividad empresarial, o sea que la operación tenga una finalidad de cobertura, las rentas obtenidas tendrán generalmente la consideración de rendimientos de actividades económicas, o sea, serán consideradas un ingreso bruto.

b. Cuando la operación con derivados sea especulativa o de arbitraje, las rentas positivas o negativas obtenidas tendrán la consideración de ganancia o pérdida patrimonial.

Lo que verdaderamente permite definir entonces si se está frente a una u otra categoría de operación, es verificar la existencia de una legítima razón de negocios que mueve al tomador del mismo a protegerse de los diversos riesgos financieros a que se exponen parte o todas sus transacciones comerciales.

Efectos en la determinación de la base imponible.

En Chile la tributación de los instrumentos derivados no queda supeditada a si la operación se realiza en mercados no organizados (OTC) o en mercados organizados (bolsas).

La evidencia de los hechos y la interpretación del Servicio de Impuestos Internos han demostrado que las operaciones referidas a instrumentos derivados pueden ser reputadas de la siguiente manera:

a. Ganancias de Capital, como rentas provenientes de un Capital Mobiliario, y gravadas de acuerdo con el N°2 del artículo 20 de la Ley de Impuesto sobre la Renta, el cual establece que se gravaran con un 17% “las rentas de capitales mobiliarios consistentes en intereses, pensiones o cualesquiera otros productos derivados del dominio, posesión o tenencia a título precario de cualesquiera clase de capitales mobiliarios, sea cual fuere su denominación y que no estén expresamente exceptuados”.

Existen críticas a este criterio que señalan que no es correcto considerar estos rendimientos de capital mobiliario ya que no existe previa cesión de capitales dado que las partes no realizan ningún desembolso hasta el momento del vencimiento de los mismos.

Asimismo la total aleatoriedad de las rentas emanadas de los instrumentos financieros avalan dicha conclusión, en la medida que las pérdidas y ganancias son consecuencia de la fluctuación del precio de los activos subyacentes, circunstancia que dificulta incluir dichas rentas dentro del concepto de capital mobiliario.

b. Rentas de Capital, como rendimiento de una inversión que debe ser considerado como ingresos de la actividad operacional y con ello la carga tributaria que ello importa, es decir, afectar la renta imponible de los impuestos generales de la Ley de la Renta, esto incluye las obligaciones de pagos provisionales mensuales.

Los depósitos en garantía que llevan aparejadas algunas de estas operaciones, como podría ser el caso de los futuros, tienen el tratamiento de fianzas, por lo que no tienen una especial trascendencia tributaria.

En el marco de los pronunciamientos de la autoridad tributaria sobre este tema, se desprende que:

a. Las remesas al exterior para cumplir con la garantía o margen exigido en cumplimiento de contratos derivados que exijan tal margen, representan para la empresa un crédito a su favor que queda sujeto a las normas del numeral 4° del artículo 41 de la Ley.

Artículo 41.- (...)4°.- El valor de los créditos o derechos en moneda extranjera o reajustables, existentes a la fecha del balance, se ajustará de acuerdo con el valor de cotización de la respectiva moneda o con el reajuste pactado, en

su caso. El monto de los pagos provisionales mensuales pendientes de imputación a la fecha del balance se reajustará de acuerdo a lo previsto en el artículo 95.

b. Las pérdidas de las garantías o márgenes constituyen para las personas naturales o jurídicas, que desarrollen transacciones a futuro de compra o venta en las Bolsas Extranjeras Oficiales de Productos, sin la entrega física de las mercaderías, pérdidas operacionales en virtud del N°3 del artículo 31 procede deducir para los efectos de determinar el impuesto de Primera Categoría.

Artículo 31.- (...) Especialmente procederá la deducción de los siguientes gastos, en cuanto se relacionen con el giro del negocio:

3°.- Las pérdidas sufridas por el negocio o empresa durante el año comercial a que se refiere el impuesto, comprendiendo las que provengan de delitos contra la propiedad.

Podrán, asimismo, deducirse las pérdidas de ejercicios anteriores, siempre que concurren los requisitos del inciso precedente (...)

c. Los intereses que se remesan al exterior, derivados de las transacciones antes descritas, constituyen para las empresas chilenas un gasto a deducir para los efectos de la determinación de la renta afecta al impuesto de Primera Categoría.

En cuanto al tratamiento de las comisiones abonadas en este tipo de operaciones por la intermediación financiera y el servicio de liquidación (para los brokers), dependerá igualmente de la finalidad de la operación:

a. Las comisiones derivadas de operaciones de futuro sin la entrega física de las mercaderías constituyen para la empresa un gasto necesario, pasando a constituir una deducción de la renta bruta en virtud del artículo 31 de la ley:

Artículo 31.- La renta líquida de las personas referidas en el artículo anterior se determinará deduciendo de la renta bruta todos los gastos necesarios para producirla que no hayan sido rebajados en virtud del artículo 30, pagados o adeudados, durante el ejercicio comercial correspondiente, siempre que se acrediten o justifiquen en forma fehaciente ante el Servicio (...)

b. Las comisiones pagadas por las entidades financieras en las operaciones realizadas en el ámbito de su actividad, también tendrán el carácter de gasto deducible.

Los beneficios que reporten a los emisores de contratos derivados, se computaran como un ingreso bruto más de su actividad principal, y serán 81 afectos anualmente con el Impuesto de Primera Categoría, según sea el resultado final determinado al cierre del ejercicio.

Las rentas obtenidas de las operaciones de derivados se comprenderán base imponible de los Impuestos Global Complementario o Adicional, según sea la residencia o domicilio del beneficiario del ingreso, al momento de los retiros o distribuciones de rentas que se efectúen de las empresas.

Los beneficiarios de este tipo de operaciones se encuentran obligados a efectuar pagos provisionales mensuales, sobre los ingresos brutos mensuales percibidos y/o devengados, sin rebajar las pérdidas obtenidas por estas mismas operaciones para el cumplimiento de esta obligación.

Respecto a la tributación que afecta a los corredores que intervienen en este tipo de negociaciones, cabe señalar que los ingresos que perciben o devenguen de parte de los inversionistas deben ser calificados como comisiones.

#### Tratamiento de las Primas y Resultados de las Opciones.

Para este tipo de contratos la norma aplica un tratamiento particular. En los contratos de opciones sobre acciones, la norma tributaria separa el ejercicio de la opción del tradicional contrato de compra y venta de acciones, toda vez que su objetivo no es el traspaso de estos valores, sino que solo representa para el titular el derecho facultativo de hacer o no hacer que se concrete el contrato de compra o venta de acciones.

Las primas pagadas por los tomadores y las percibidas por los emisores, se entienden adeudadas o devengadas, según corresponda, en el ejercicio de la celebración del contrato respectivo, independientemente de la fecha de vencimiento del plazo para ejercer la opción por parte del titular.

Respecto al tomador de una opción, la prima pagada tendrá la calidad de un gasto tributario, el cual podrá rebajarse de la renta bruta de la empresa correspondiente a su actividad principal, en la medida que se cumpla con los requisitos establecidos en el artículo 31 para la calificación de los gastos necesarios para producir renta. La prima pagada por una Opción de venta tendrá el mismo tratamiento.

En cuanto al emisor de las Opciones, la prima establecida por una opción de compra o venta, según corresponda, constituye una renta proveniente de un capital mobiliario, clasificándose como renta del N°2 del artículo 20:

Artículo 20.- “Establécese un impuesto de 17% que podrá ser imputado a los impuestos global complementario y adicional de acuerdo con las normas de los artículos 56, N° 3 y 63. Este impuesto se determinará, recaudará y pagará sobre:...”

“...2°.- Las rentas de capitales mobiliarios consistentes en intereses, pensiones o cualesquiera otros productos derivados del dominio, posesión o tenencia a título precario de cualquiera clase de capitales mobiliarios, sea cual fuere su denominación, y que no estén expresamente exceptuados, incluyéndose las rentas que provengan de:

- a) Bonos y debentures o títulos de crédito, sin perjuicio de lo que se disponga en convenios internacionales;
- b) Créditos de cualquier clase, incluso los resultantes de operaciones de bolsas de comercio;
- c) Los dividendos y demás beneficios derivados del dominio, posesión o tenencia a cualquier título de acciones de sociedades anónimas extranjeras, que no desarrollen actividades en el país, percibidos por personas domiciliadas o residentes en Chile;
- d) Depósitos en dinero, ya sea a la vista o a plazo;
- e) Caucciones en dinero;
- f) Contratos de renta vitalicia, y
- g) Instrumentos de deuda de oferta pública a que se refiere el artículo 104, las que se gravarán cuando se hayan devengado.

En las operaciones de crédito en dinero, se considerará interés el que se determine con arreglo a las normas del artículo 41 bis.

Los intereses a que se refiere la letra g), se considerarán devengados en cada ejercicio, a partir del que corresponda a la fecha de colocación y así sucesivamente hasta su pago. El interés devengado por cada ejercicio se determinará de la siguiente forma: (i) dividiendo el monto total del interés anual

devengado por el instrumento, establecido en relación al capital y la tasa de interés de la emisión respectiva, por el número de días del año calendario en que el instrumento ha devengado intereses, y (ii) multiplicando dicho resultado por el número de días del año calendario en que el título haya estado en poder del contribuyente respectivo. Los períodos de colocación se calcularán desde el día siguiente al de la fecha de su adquisición y hasta el día de su enajenación o el último día del ejercicio, lo que ocurra primero, ambos incluidos.

No obstante las rentas de este número, percibidas o devengadas por contribuyentes que desarrollen actividades de los números 1º, 3º, 4º y 5º de este artículo, que demuestren sus rentas efectivas mediante un balance general, y siempre que la inversión generadora de dichas rentas forme parte del patrimonio de la empresa, se comprenderán en estos últimos números, respectivamente.

Este tratamiento tributario de las primas discrepa con la doctrina tributaria internacional, ya que el criterio mayoritario es no considerar los pagos y cobros de primas como un gasto o ingreso a computar en el balance ya que no implicaría una manifestación de capacidad económica susceptible de ser gravada en dicho momento.

Los emisores de opciones deberán además efectuar pagos provisionales mensuales. Referido a las reglas de cancelación del instrumento, el abandono de la opción, para el sujeto tomador, hará nacer la posibilidad de imputar a pérdida el valor de la prima abonada, que deberá disminuirse en los importes ya contabilizados de variaciones negativas eventuales. El emisor de la opción deberá incluir el ingreso de las primas percibidas. La liquidación por diferencias del instrumento hace someter a gravamen el importe resultante menos el dinero percibido en el monto desembolsado por el concepto de prima para el caso del sujeto tomador. El emisor desfavorecido imputara como pérdida el importe abonado como diferencia, disminuido en el valor de la prima originalmente percibida.

En el caso de ejercicio con entrega del activo subyacente, se supone que el valor de adquisición o enajenación del mismo se aumenta o disminuye (según el caso) en el importe de la prima. El resultado imponible se determina por diferencia patrimonial.

#### **4.3.2. Impuesto al Valor Agregado.**

Los ingresos correspondientes a operaciones de instrumentos derivados no se comprenden en el hecho gravado general ni especial del Impuesto a las Ventas y Servicios, en la medida que se trate de transacciones sobre activos que no impliquen la transferencia de productos físicos o de derechos reales constituidos sobre ellos. En caso contrario y de acuerdo al artículo 2 del DL825/74 dichas transacciones se gravarán con el tributo indirecto referido.

Artículo 2º.- Para los efectos de esta ley, salvo que la naturaleza del texto implique otro significado, se entenderá:

1º) Por “venta”, toda convención independiente de la designación que le den las partes, que sirva para transferir a título oneroso el dominio de bienes corporales muebles, bienes corporales inmuebles de propiedad de una empresa constructora construidos totalmente por ella o que en parte hayan sido construidos por un tercero para ella, de una cuota de dominio sobre dichos bienes o de derechos reales constituidos sobre ellos, como, asimismo, todo acto o contrato que conduzca al mismo fin o que la presente ley equipare a venta.

Los ingresos percibidos por los emisores provenientes de las opciones ejercidas por los contratos celebrados, provienen de operaciones que no se comprenden en el hecho gravado general ni especial del Impuesto al Valor Agregado, por lo tanto esas personas no se afectan al mencionado gravamen.

Respecto al tratamiento de las comisiones de este tipo de contratos, del punto de vista del receptor de las mismas, la tributación que afecta a los corredores que intervienen en este tipo de negociaciones, es decir, los ingresos que perciben o devenguen de parte de los inversionistas, deben ser calificados como comisiones, las cuales se encuentran tipificadas en el artículo 20 del Ley de Impuesto a la Renta, y en virtud de tal tipificación, se encuentran alcanzadas por el Impuesto a las Ventas y Servicios de acuerdo a la definición de servicios que establece el artículo 2 N°2 del DL 825.

Artículo 2º.- 2º) Por “servicio”, la acción o prestación que una persona realiza para otra y por la cual percibe un interés, prima, comisión o cualquiera otra forma de remuneración, siempre que provenga del ejercicio de las actividades comprendidas en los N° 3 y 4, del artículo 20, de la Ley sobre Impuesto a la Renta.

Las comisiones pagadas a los corredores con domicilio en Chile están afectas a IVA, las pagadas a corredores del exterior están exentas de IVA.

#### **4.3.3 Tributación de No Residentes.**

##### **Tratamiento tributario de las remesas al extranjero.**

Respecto al corredor extranjero, perceptor de garantías, no le afecta el Impuesto Adicional por no tener dicha remesa el carácter de una remuneración. En igual situación se encuentran las cantidades posteriores que se envíen para responder al aumento del margen o garantía.

Las remesas por las pérdidas de las garantías o márgenes de liquidaciones de contratos a futuro, tampoco se encuentra afecta al Impuesto Adicional, pues constituye un menor precio del producto que debe absorber el contratante.

Para el corredor extranjero, las remesas por las comisiones pactadas derivadas de las transacciones a futuro de compra o de venta, no quedan grabadas por el impuesto adicional por así disponerlo el inciso primero del N°2 del artículo 50 de la Ley de Renta.

Artículo 59: Este impuesto (Adicional) se aplicará, con la tasa del 35%, respecto de las rentas que se paguen o abonen en cuenta a personas a que se refiere el inciso primero por concepto de: 1.-Intereses (...); 2.-Remuneraciones por servicios prestados en el extranjero. Con todo, estarán exentas de este impuesto las sumas pagadas en el exterior (...), comisiones (...), por telecomunicaciones internacionales (...)

Los intereses que se remesan al exterior, derivados de estas transacciones, constituyen para las empresas chilenas, un gasto a deducir a los efectos de la determinación de la renta afecta al Impuesto de Primera Categoría.

Las personas naturales o jurídicas, beneficiadas con la remesa de intereses derivados de las transacciones antes descritas, que no tengan residencia ni domicilio en Chile, se encuentran gravadas con el Impuesto Adicional; impuesto que debe ser solucionado antes de la materialización de la remesa respectiva.

Cualquier servicio inherente a las operaciones sobre Derivados que se preste en el extranjero por personas sin residencia ni domicilio en Chile, queda gravado con el Impuesto Adicional al momento de su remesa, pago o abono en cuenta, salvo que se establezca una excepción en el artículo 59 de la Ley de

Impuesto a la Renta, como es el caso de las comisiones y las telecomunicaciones internacionales.

#### Tratamiento Tributario de los Retornos desde el Extranjero.

Las remesas por concepto de márgenes o garantías no constituyen otra cosa que la garantía exigida para llevar a cabo una operación de compra o venta a Futuro, cuyo motivo son valores de propiedad de quien las remesa, esto es la empresa residente en Chile. El retorno que efectúe el corredor extranjero hasta el monto de los referidos valores, no tiene otro significado que la devolución de una garantía remesada y, por ello, no debe considerarse una utilidad o un incremento de patrimonio de quien las remitió primitivamente, salvo respecto de la diferencia de cambio que se produzca, en cuyo caso deben pagarse los impuestos normales de ley de la Renta.

#### **4.4. Los instrumentos derivados en la normativa fiscal Argentina.**

Como se desprende en el presente capítulo, el análisis del tratamiento impositivo de los instrumentos derivados es complicado ya que existen diversos factores que se deben tener en cuenta para su encuadramiento. Teniendo en cuenta los riesgos económicos que se desean cubrir, los tipos de flujos de pagos, los diferentes motivos para realizar transacciones con este tipo de instrumentos y el número de variables que pueden resultar en un instrumento en el que a su vez la forma en que este podrá gravarse puede variar es lo que dificulta su análisis.

Para definir el tratamiento de estos instrumentos se deben tener cuenta aspectos tales como:

- Entrega o no del activo subyacente al cerrarse la operación
- Encuadre legal de la operación. Diferentes contratos pueden generar similar efecto económico, pero diferentes consecuencias fiscales.
- Propósito de la transacción: cobertura o especulación.
- Momento para considerar la ganancia gravada o la pérdida deducible, teniendo en consideración lo especificado en el punto anterior y el carácter del sujeto.

##### **4.4.1. Impuesto a las Ganancias**

Fuente

El artículo sin número incorporado a continuación del Art. 7 de la LIG y el artículo 9 del reglamento de dicha ley disponen que los resultados originados por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos derivados, en los que el riesgo asumido se encuentre localizado en el país, deberán considerarse de fuente argentina en la medida en que quien los obtenga sea un residente en el país o un establecimiento estable. La interpretación doctrinaria mayoritaria (Porporatto 2007; Daga 2005; Lorenzo, Edelstein y Calcagno 2002) identifica la localización del riesgo como el lugar de la residencia del sujeto que obtiene dichos resultados por la utilización de estos contratos y/o instrumentos.

Es decir, si la parte que obtiene los resultados es un residente en el país o un establecimiento estable conforme las normas del Impuesto a las Ganancias, la renta se considerará de fuente argentina. A contrario sensu serán de fuente extranjera los resultados obtenidos por residentes del exterior.

Como se puede observar la definición de la territorialidad de la fuente ha sido atada o ligada a la residencia del receptor de los resultados, con lo cual al tratarse de un sujeto no residente y considerando que se trata, según lo interpreta la doctrina mayoritaria, de resultados de fuente extranjera –justamente por la residencia de aquel–, no será procedente la retención a beneficiario del exterior prevista en el Título V de la Ley del gravamen, que procede cuando se obtienen resultados de fuente nacional.

Entonces surge la interrogante de si existe la posibilidad de que los resultados por este tipo de operaciones se considerarían de fuente extranjera para un sujeto residente. El artículo 127 de la LIG replica los criterios generales de atribución de "fuente argentina" contenidos en el artículo 5, a excepción de las operaciones con instrumentos financieros derivados a los fines de determinar las ganancias de "fuente extranjera".

El hecho de que de que el artículo 127 no prevea criterios de atribución para los resultados de "fuente extranjera" provenientes de operaciones con instrumentos financieros derivados no habilita a una interpretación analógica del artículo 7 que concluya que las pérdidas obtenidas por un sujeto argentino resultan de fuente extranjera con fundamento en que su contraparte se encuentra fuera del país y las ganancias de este sean de fuente extranjera.

Una interpretación realizada por el doctrinario Julian A. Martín sostiene que, basándose en la posición cubierta por el contrato, dependiendo del lugar de localización del riesgo asumido se podrá estar ante ganancias de fuente argentina

o extranjera. Si el riesgo cubierto es la variación de un título extranjero, o una tasa internacional, una divisa internacional, un bien situado en el exterior, se trataría de riesgos situados en el exterior y por ende renta de fuente extranjera. A su vez, destaca que sufriendo una retención en el exterior por dichas operaciones no habría posibilidad de computar como crédito ya que dichos resultados siempre serían considerados como de fuente argentina. Es válido este razonamiento, aclaramos que la normativa de nuestro país no prevé la aplicación de una retención al beneficiario del exterior que obtenga ganancias por instrumentos financieros derivados, por lo que se podría entender que no se encuentra alcanzado dicho resultado.

Si países como España, Sudáfrica, Islandia y Corea preveen una retención por el impuesto a la renta cuando se realizan transacciones con no residentes por lo que se recomienda incorporar en la legislación argentina una cláusula en la que permita el computo de taxcredit en caso de que la legislación del sujeto del país no residente se retenga el impuesto así evitar el efecto de doble imposición sobre dicho resultado.

#### Real intención económica de las partes.

El mismo art. s/n incorporado a continuación del Art. 7 establece que: “cuando los diferentes componentes de uno de los mencionados instrumentos o un conjunto de ellos que se encuentren vinculados, indiquen que el instrumento o el conjunto de instrumentos no expresan la real intención económica de las partes, la determinación de la ubicación de la fuente se efectuará de acuerdo con los principios aplicables a la naturaleza de la fuente productora que corresponda considerar de acuerdo con el principio de la realidad económica, en cuyo caso se aplicarán los tratamientos previstos por esta ley para los resultados originados por la misma.” Se incorpora la facultad por parte de la Administración Federal de Ingresos Públicos de re caracterizar tributariamente la operatoria, en supuestos de conductas guiadas por motivos netamente tributarios, tendientes a ocultar o tergiversar la verdadera naturaleza del negocio.

Al respecto cabe recordar que el régimen fiscal argentino contempla el principio general de la realidad económica, en el Art. 2 de la Ley N° 11.683 (to. en 1998 y mod.), en el sentido que en el caso en que uno o varios contribuyentes, en forma intencional, utilizaran formas jurídicas claramente inadecuadas para lograr el fin económico que persiguen, esto es, una instrumentación jurídicamente carente de razones de negocios que la justifique, el fisco podría impugnar la

utilización de tales figuras y considerar el fin económico buscado para determinar la carga tributaria. Es así que se concluye que no obstante la pauta específica establecida para estos instrumentos, la normativa general ya contenía una norma que hacía primar la sustancia sobre la forma. Basándose en el principio de realidad económica el fisco determina en el dictamen DAL 11/2002 que, si lo irrevocable es la obligación de compra la operación se asimila a una compraventa desde el inicio y no una operación con derivados. El mayor valor abonado se considera interés, alcanzado por el Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado. En cambio cuando lo irrevocable es la opción de compra si se categoriza como un instrumento derivado.

Como antecedentes administrativos previos a la definición del tratamiento impositivo de los instrumentos derivados se encuentran los dictámenes DGI 2/1979 y 48/1981. En ellos se trato el caso de quebrantos generados por diferencias de cambios en préstamos de dinero provenientes del exterior. Se realizaban préstamos en moneda extranjera acordados desde el exterior a empresas del país. El acreedor del exterior que prestaba en una moneda diferente al dólar (moneda utilizada por el deudor local) vendía de contado en favor del deudor local la moneda extranjera contra dólares estadounidenses y luego compraba a futuro dicha moneda. Se generaba como consecuencia de la venta al contado de la moneda (francos suizo en el dictamen 2/1979 y yenes en el dictamen 48/1981) contra dólares, y su recompra a futuro, una pérdida cambiara para el deudor local, la cual fue considerada por el fisco como deducible pero no representando para el acreedor del exterior una ganancia de fuente argentina y por la que debiera tributar el impuesto.

El fisco consideró que dicho resultado, originado en un sujeto diferente del acreedor del préstamo, no representaba un interés por una colocación de un capital en el país y, por lo tanto no procedía la retención. A la misma conclusión se arribo en el dictamen 163/1994 de la DGI.

Se destaca que el criterio que rige para determinar el tratamiento de un derivado es el de integración, por lo que si la operación antes mencionada se realiza complementariamente a un préstamo recibido del exterior, el total del cargo abonado al mismo prestador del exterior tendrá carácter de ganancia de fuente argentina sujeta a retención del gravamen como interés y no como resultado por operar con un instrumento financiero derivado. En el mismo Decreto Reglamentario de la Ley del Impuesto a las Ganancias se establece dicho principio, pretendiendo evitar que los contribuyentes empleen instrumentos

sintéticos con el solo objeto de manipular el tratamiento a dispensar por la ley impositiva. Con ese fin se faculta al ente recaudador a "integrar" aquellas posiciones cuyo funcionamiento conjunto reproduzca el flujo de fondos de algún instrumento previsto en el sistema tributario, y a gravar dicho grupo de posiciones con el mismo régimen que tal instrumento.

Respecto de los convenios de Doble Imposición, se menciona los comentarios en el modelo ONU. El párrafo 21.1. establece que: “La definición de interés contenida en la primera oración del párrafo 3 no se aplica por lo común a los pagos hechos en relación con ciertos tipos de instrumentos financieros no tradicionales cuando existe una deuda subyacente (por ejemplo, los swaps de tipos de interés). Sin embargo, la definición se aplicará en la medida en que se considere que existe préstamo conforme a la regla de que el fondo prima sobre la forma o la doctrina del abuso de derecho u otra doctrina similar.”

Otro caso se trato en el dictamen DAT 18/2003 sobre operaciones que cubren riesgos de cumplimiento de crédito por el deudor. El contribuyente señala que el contrato suscripto involucra prestaciones generadas en un instrumento derivado considerado en este caso como un contrato de forward, que consiste en un intercambio de "Flujo de Fondos Variables" integrado por una cuenta a cobrar que posee la sociedad sujeta al cumplimiento de ciertas condiciones futuras que tornan incierto su monto, por un "Flujo de Fondos Fijos" que eliminaba la volatilidad del activo subyacente descripto (la cuenta a cobrar mencionada), a cambio del pago de una prima. En síntesis, la contribuyente considera que la operación se encasillaría en un instrumento derivado cuyo activo subyacente es una cuenta a cobrar por la ejecución de una locación de obra, lo que constituye el desarrollo de la actividad económica principal de la compañía. En base a ello considera que los pagos efectuados al exterior relacionados con la prima del contrato derivado de "Forward" constituyen renta de fuente extranjera, siendo una operación de cobertura para el pagador local, cuyo importe es deducible en el impuesto a las ganancias, sin limitación alguna, no encontrándose asimismo alcanzados por el Impuesto al Valor Agregado.

El fisco interpreta, después de mencionar antecedentes legales, impositivos y contables referidos a contratos derivados, que en realidad la prima abonada por la Sociedad contratante del país, constituiría el precio pagado a cambio de una cobertura de protección con el fin de reducir o cubrir fluctuaciones en los montos derivados de la cuenta a cobrar que posee con motivo de las locaciones de obra y

recibir una indemnización que asegure el cobro de un flujo de fondos fijo, independientemente de las eventualidades que pudieran acontecer.

Es por ello que entiende que la operatoria que realiza se hallaría sujeta a las disposiciones del inciso h) del artículo 93 de la Ley de Impuesto a las Ganancias (pagándose a beneficiarios del exterior se presume una ganancia neta del 90% de dicha prima, aplicándose la alícuota del 35%) y a las del inciso d) del artículo 1º de la Ley de Impuesto al Valor Agregado. Dicho artículo estipula que estarán sujetas al gravamen las prestaciones comprendidas en el inciso e) del artículo 3º, realizadas en el exterior cuya utilización o explotación efectiva se lleve a cabo en el país, cuando los prestatarios sean sujetos del impuesto por otros hechos imposables y revistan la calidad de responsables inscriptos, por lo que la sociedad prestataria pagadora de la prima deberá ingresar el impuesto.

Los fundamentos vertidos en dicho dictamen son los siguientes:

- En razón de la locación de obra, se posee el derecho a cobrar determinados montos, los que podrían resultar disminuidos por eventuales penalidades y gastos que tendría que asumir la presentante (reducción del monto facturado), lo cual afectaría su ecuación económica. Según su opinión, se estaría abonando una prima a cambio de una cobertura de protección por eventuales penalidades que en razón de su accionar podría sufrir en el desarrollo de su actividad.

- La prima pagada por el titular no le confiere el derecho a comprar o vender un activo subyacente, sino que -tal como se expuso- constituye el precio por la cobertura de protección.

El caso terminó dirimiéndose en el Tribunal Fiscal. En los considerandos del fallo se recepta los argumentos del fisco de considerar la prima pagada en concepto de un seguro. Respecto del Impuesto a las Ganancias la cuestión no es resuelta ya que el contribuyente desistió de la acción y aceptó la pretensión durante el procedimiento de apelación. Sin embargo respecto al Impuesto al Valor Agregado el Tribunal lo considera como una prestación comprendida en el Art. 1 inc. d) de la ley del impuesto y por lo tanto obligada a ingresar el impuesto incorporando como base, adicionalmente a la prima abonada, el acrecentamiento del impuesto a las ganancias que asumió el sujeto pagador.

En otros casos, las operaciones se tratan de no estructurar como una operación con instrumentos derivados para gozar de las exenciones impositivas que la Ley del Impuesto a las Ganancias reconoce.

El caso en que tuvo oportunidad de dictamen fue el explyado en el dictamen DAT 24/2003. En dicho antecedente, se trato la compraventa a término de títulos públicos resuelta en forma anticipada. El contribuyente persona física realiza cinco operaciones de compraventa a término de bonos de consolidación de deudas previsionales en pesos, entregando al momento de la suscripción de los respectivos boletos un pagaré por un valor inferior al precio de la transacción, en concepto de garantía y principio de pago, el cual le sería reintegrado al momento de realizar el pago del respectivo boleto, comprometiéndose a tal momento a abonar en efectivo la totalidad del valor de la operación, recibiendo a cambio los bonos objeto del contrato. Las partes decidieron de común acuerdo resolver anticipadamente los referidos contratos, indicándose en los documentos instrumentales que éstas se llevan a cabo recomprando a la sociedad vendedora los bonos vendidos en cada uno de las respectivas operaciones. Se aclara que las sociedades nunca tuvieron la propiedad de bonos de características a los que comercializaban en el período en que se celebraron dichas transacciones. El sujeto persona física obtiene rentas que las declara como exentas por el artículo 20, inciso w) de la Ley del Impuesto a las Ganancias.

La opinión del fisco es que los contratos de compraventa a término de bonos de consolidación de deudas previsionales resueltos en forma anticipada son asimilables a un instrumento y/o contrato derivado, razón por la cual no le corresponde a la renta obtenida la exención descrita en el inciso w) del artículo 20 de la Ley del Impuesto a las Ganancias.

Los fundamentos en que se basa para llegar a dicho razonamiento son:

1) El sujeto persona física compra títulos por sumas importantes, sin contar con el dinero necesario para afrontar dichos compromisos, incluso el de los pagarés firmados.

2) Los contratos se rescinden de común acuerdo, generando por un lado una ganancia exenta para el sujeto persona física, y por el otro una pérdida, que contabiliza en sus libros la sociedad.

3) Las diferencias generadas son abonadas en efectivo, tal como surge de los contratos de rescisión y de la contabilidad de la operatoria de bolsa.

Las características particulares de la operación: la posibilidad de abandonar la posición antes del vencimiento, la poca importancia de la entrega del activo subyacente y que el inversor tenga que depositar una garantía llevan al fisco a concluir que esta es una operación simulada al sólo efecto de generar ganancias exentas por un lado, que permitan justificar patrimonio, y pérdidas por el otro.

La sala B del Tribunal Fiscal de la Nación tuvo la oportunidad de definir en una causa en que el contribuyente había considerado los resultados de operaciones de compra venta a futuro de títulos públicos de la República Argentina a partir de un contrato celebrado con un corredor de bolsa de Uruguay encuadrados dentro de la exención del Art.20 inc. k).

El TFN confirmó la resolución de AFIP que impugno el tratamiento exentivo que le había dado el contribuyente y consideró que dichas operaciones encuadran en el inciso j) del Art. 45 de la LIG (resultados originados en contratos derivados) y no resultados de títulos públicos.

En otro caso reciente, a la misma Sala B le toco expedirse sobre la caracterización de un resultado por diversas operaciones financieras. El sujeto contribuyente había arrendado cierta cantidad de títulos públicos argentinos a valor nominal, a través de su corredor en la bolsa de Uruguay, por un plazo de 90 días, renovable, debiendo abonar un 3% anual. Este había enajenado dichos títulos, comprado otros diferentes, vendido estos segundos y recomprado los primeros.

Se aclara que nunca tuvo la disponibilidad física de los títulos, todos estos movimientos los hizo su corredor. El contribuyente consideró dichas operaciones encuadradas en la exención inciso w) del art. 20.

El Fisco, fundamentó su postura en que el resultado obtenido por la contribuyente debe encuadrarse como un resultado por la operatoria con un instrumento financiero derivado, no aplicándose la exención comentada.

Hace hincapié en el principio de realidad económica y que para dicho caso, se debe atender a la sustancia de la operación y no a las formas jurídicas utilizadas. El tribunal, analizando en profundidad dicha operación, establece que el resultado de la operatoria dependió del valor que en cada momento posterior al contrato poseían los títulos, o sea existió un activo subyacente (los bonos) se trataba de una operación de plazo y los mismos nunca fueron transferidos a la

contribuyente. En base a dicha definición otorgo la razón al fisco y confirmo la resolución apelada.

### Quebrantos.

Operaciones de cobertura u operaciones especulativas. La normativa de la ley del Impuesto a las Ganancias dispone que debemos distinguir el tipo de operación que se realice, ya sea de "cobertura o hedge", o "especulativa". El quebranto resultante atribuible a estas operaciones tendrá distinta naturaleza, debido a las restricciones existentes en su utilización.

Tal como expresa el artículo 19 de la ley de ganancias, en sus dos últimos párrafos, las pérdidas generadas por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos derivados, a excepción de las operaciones de cobertura, sólo podrán compensarse con ganancias netas originadas por este tipo de derechos, en el año fiscal en el que se experimentaron las pérdidas o en los 5 años fiscales inmediatos siguientes, prescribiendo el quebranto remanente una vez pasado este plazo. El mismo artículo estipula que una operación de cobertura tiene por objetivo reducir el efecto de futuras fluctuaciones en precios o tasas de mercado sobre los resultados de la o las actividades económicas principales.

Cabe mencionar que la Dirección de Asesoría Técnica ha opinado en un caso que los quebrantos originados en operaciones efectuadas con derivados financieros resultaron de naturaleza específica, pudiendo compensarse solamente con utilidades originadas en operaciones del mismo tipo. Dicha conclusión tuvo fundamento en los siguientes motivos:

- El lanzamiento de las opciones de compra no pudo alcanzar la eficiencia requerida por la Resolución Técnica N° 20 del FACPCE (entre un 25% y un 80% de los cambios).
- El contribuyente no tuvo una “posición” para cubrir, ya que de los movimientos verificados surge que el saldo de los activos subyacentes fue nulo en la mayor parte del ejercicio; lo cual indicó lo innecesario de la concertación de las operaciones de cobertura.
- Se consideró además que las operaciones realizadas con el activo subyacente no constituyeron la actividad principal de la firma, conforme surge del estatuto social de la misma. A fin de merituar la relación de una operación con la o

las actividades principales de una empresa, no sólo se debería considerar la calidad sino también la cantidad involucrada en la operación.

En otras palabras, una operación con derivados para calificar como operación de “cobertura” deberá guardar una relación razonable con la o las actividades principales de la Sociedad.

En otra causa en la que el TFN tuvo la oportunidad de pronunciarse, el contribuyente realizó la compra futura de títulos públicos argentinos con corredores uruguayos. Según el contribuyente, necesitaba fondos para su actividad y atento al elevado costo del financiamiento bancario, apeló a una estrategia financiera para hacerse del dinero a menor valor, recurriendo a realizar operaciones con títulos valores. Alegó que el quebranto deducido no era más que resultado financiero, asimilable al interés, para obtener el dinero y que no se trataba de una especulación.

La AFIP cuestionó la deducción de tal pérdida ya que, independientemente de que la finalidad sea el financiamiento, la ley solo hace la distinción respecto a los derivados utilizados con una finalidad de cobertura. El Tribunal confirmó el criterio del Fisco. Sobre el particular entiendo que valen los siguientes comentarios:

- Los contratos derivados están mencionados en las leyes 24083 y 24441 de fondos de inversión y fideicomisos, respectivamente, no son operaciones ilegales;

- Son contratos atípicos por no existir legislación que regule sus cláusulas esenciales;

- Están contablemente mencionados en la resolución (FACPCE) 20;

- El contrato de derivados tiene validez legal y fiscal por lo que la pérdida de cobertura es deducible;

- El cuestionamiento del Fisco únicamente tiene asidero en tanto que se pruebe que existió simulación y que se trató de una operatoria ad hoc para generar una pérdida deducible por compraventa de títulos valores.

Otra causa en que se discutió la deducción de un quebranto por una operación con derivados, la sociedad pretendía justificar la deducción por su posición financiera complicada que la obligaba a negociar títulos públicos (Bonex

argentinos) en la República Oriental de Uruguay. Dicha sociedad realizaba operaciones de compra de títulos a futuro liquidando la diferencia entre el precio de convenido y el precio de plaza al momento del vencimiento de los contratos. Analizados los estados contables para verificar la composición patrimonial al inicio y al cierre del ejercicio, surgió que no existían datos que justificaran el ahogo financiero invocado y la necesidad de recurrir a otros negocios para lograr el desarrollo de la actividad principal y conservar la fuente de ganancia, argumento que sostenía la firma para otorgarle a los resultados negativos de la operatoria el carácter de cobertura.

Por último, se quiere destacar el antecedente Tecpetrol SA de la Sala A del Tribunal Fiscal de la Nación de fecha 30/03/2011. En este caso el contribuyente operaba con futuros, swaps y opciones, utilizando con estas últimas una estrategia de cobertura llamada Zero cost collar para la venta del petróleo que producía. La estrategia consistía en vender un call a un precio superior al de mercado vigente y con el dinero obtenido comprar un put fijando un precio mínimo de venta asegurándose así la baja del precio del petróleo pero limitando la ganancia con la venta del call hasta el precio de ejercicio de esa opción.

Parece racional, que una empresa que produce cierto activo, en este caso petróleo, y contrata un put como estrategia de cobertura para cubrirse de la baja del precio del activo que produce, pero vender un call para asumir el costo del put es ya indicativo que la operación no implica solamente una cobertura. La empresa está especulando cobrando una prima por el call y la naturaleza de esta política de derivados ya no es tan fácil de descifrar. En el caso, el Fisco pretendía exigirle al contribuyente requisitos adicionales a los previstos en el art. 19 de la LIG para calificar a las operaciones como de cobertura. Estos son:

- Reducir el efecto de futuras fluctuaciones de precios.
- Que dichas fluctuaciones afecten los resultados de las actividades económicas principales.

El fisco argumentaba que las operaciones no eran de cobertura en base a los siguientes supuestos:

- La inexistencia de una política de cobertura;
- En períodos que la cobertura más se precisaría, no se hacía uso de ella;

- Los resultados negativos recurrentes hacían inferir que el accionar de la contribuyente no era precisamente cubrirse de fluctuaciones de precios;

- No demostrar haber hecho un análisis previo del riesgo al cual se enfrentaba ni una evaluación y/o seguimiento de los resultados y de su impacto, estableciendo medidas correctivas para cuando éstos resultaran adversos.

Todos estos argumentos fueron desechados por el Tribunal invocando el principio de reserva de ley, requiriendo evidencia de que se cumplan solamente los dos requisitos del Art. 19 de la LIG y no otros no previstos. Se señaló que el vacío legal debía ser cubierto con una modificación y no con analogías a otras normas. Este fallo ha sido disparador de la redacción de normativa por parte del fisco para mejorar el control de este tipo de instrumentos. Como ser el Anexo VII de la RG (AFIP) 3421/12 (B.O. 26/12/2012).

Falta de obligación de incorporar los bienes subyacentes al patrimonio.  
Caracterización del resultado.

Existe un vacío legislativo en las normas impositivas respecto a la obligación de incorporar los bienes subyacentes al patrimonio al precio de cotización a la fecha de adquisición para reconocer un resultado con causa en el ID. La cuestión que se suscita es si el contribuyente liquida las operaciones a través de la entrega del subyacente.

En dicho caso no se ha definido si el resultado obtenido adquiere la característica de ser un resultado por operaciones con instrumentos derivados financieros o es un resultado por la compraventa de bienes o títulos. La diferenciación implica que si el resultado fuera negativo, se caracterizará por operaciones con instrumentos derivados y no fuera una operación de cobertura, tendría la limitación de su cómputo. Si fuere positivo podría adquirir un tratamiento diferencial como los resultados por compraventa de acciones o títulos públicos.

Por ejemplo, un sujeto empresa que lanza una opción de venta de títulos públicos argentinos. Dicha opción otorga el derecho de venta al tomador y puede enfrentar un quebranto en caso que el precio de ejercicio fuera superior al precio de mercado a la fecha en la cual el tomador ejerce su derecho. El lanzador computará una pérdida igual al importe que debe abonar para compensar la diferencia de precios habida con motivo del ejercicio de la opción, menos el importe correspondiente a la prima acordada. Ese es su resultado financiero "generado por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos

derivados" que, por arrojar quebranto queda comprendido en la previsión del anteúltimo párrafo del art. 19 de la ley. Sin embargo, no existe claridad acerca de la categorización del quebranto para el caso que, en lugar de liquidar la operación por diferencia, se convenga la real y efectiva transferencia de los títulos públicos.

Ante tal supuesto, el lanzador incorporaría los títulos a su patrimonio en un momento anterior al de realización del resultado, que deviene de su posterior venta. En tal caso, ¿la pérdida está originada por la compraventa de los títulos y por ende encuadra dentro del quebranto ordinario, deducible sin limitaciones? ¿o sigue siendo un resultado derivado de la operación con instrumentos derivados? la cual de no calificar como de cobertura tiene la limitación el cómputo de los quebrantos.

En este caso también la pérdida se encuentra generada por derechos y obligaciones emergentes del instrumento derivado, dado que tal instrumento es la causa de la adquisición y posterior enajenación por lo tanto no sería correcto encasillar el resultado como ganancia o pérdida de títulos públicos.

Una posición interpretativa diferente que privilegie la existencia de una transferencia de dominio del activo subyacente por encima de la causa de esa transferencia, cual es la obligación para el lanzador de vender a un precio que no le es conveniente en virtud del compromiso asumido, permite eludir el efecto buscado por la ley de asignar un tratamiento especial y restrictivo a los quebrantos generados por los instrumentos derivados sin distinguir entre las modalidades que pueda adoptar su liquidación.

#### Imposibilidad de compensación entre ganancias de fuente argentina y quebrantos de fuente extranjera.

El problema se presenta aquí cuando un sujeto argentino utiliza instrumentos financieros derivados para cubrir una actividad en el exterior. En el caso de los derivados utilizados, la ganancia o pérdida, se considera de fuente argentina, al provenir el resultado de una operación que cubre un riesgo localizado en la Argentina. Por otra parte, el art. 19 de la ley prescribe que los quebrantos provenientes de actividades de fuente extranjera, sólo podrán compensarse con ganancias de esa misma condición.

Ejemplo: Si una empresa argentina celebra una opción para proteger el precio de su producción de cobre, en el exterior, y su producción desciende, el contribuyente tendrá quizás una pérdida de fuente extranjera producida por la

caída del precio y una ganancia de fuente argentina de monto similar originada por el rendimiento del ID. La compensación de estas ganancias y pérdidas, tan íntimamente relacionadas, resultaría lógica desde un punto de vista económico y de política fiscal; sin embargo, este no sería el tratamiento a dispensar según las normas establecidas en la ley.

Imposibilidad de compensación entre ganancias por la tenencia del activo subyacente y el quebranto por el instrumento financiero derivado.

Si un lanzador local, en lugar de calzar su riesgo con un contrato derivado opuesto, lo hace con la tenencia del subyacente se puede producir una situación en la cual la valoración del activo (como pueden ser cereales y oleaginosas) puede estar gravada por el Impuesto a las Ganancias y la pérdida no pueda ser deducida si no califica como instrumento financiero de cobertura.

Si el lanzador cubre su propio riesgo con la tenencia del activo subyacente, en el caso en que se produzca un aumento del precio, va a tener que abonar una compensación al tomador, la cual no será deducible a menos que se tenga una ganancia de la misma naturaleza, y por otro lado va a tener una ganancia sujeta a impuesto por el mayor valor del subyacente.

Pérdidas para las entidades financieras locales.

Se plantea un problema en la deducibilidad de pérdidas para las entidades financieras locales, para las cuales estas operaciones conforman parte de su actividad habitual. Las operaciones con derivados realizadas por este tipo de sujetos no encuadra en el concepto de cobertura definido actualmente, por lo tanto las pérdidas generadas por las mismas serían consideradas quebrantos específicos, no pudiendo ser compensadas con ganancias generales.

Momento de reconocimiento fiscal de los ingresos o pérdidas.

Este aspecto no está expresamente regulado en la ley del Impuesto a las Ganancias y en la normativa de impuestos provinciales y municipales. Frente a tal vacío normativo, adquiere suma importancia determinar el momento para reconocer el ingreso ya que de este modo se podría diferir el impuesto por el resultado de la operatoria con este tipo de instrumentos. Nos encontramos ante dos criterios:

- El criterio de lo "devengado al vencimiento", el cual implicaría no reconocer fiscalmente los resultados del contrato hasta el momento en el cual se produce el vencimiento del mismo o su resolución anticipada.

- El criterio "marked to market": esto implica valorar al instrumento en cada uno de los distintos cierres de ejercicios fiscales e ir reconociendo los resultados inherentes a cada una de estas valuaciones en ese momento, aun cuando el vencimiento de estos contratos no se haya producido.

En principio, y considerando la naturaleza financiera de los instrumentos derivados, las ganancias y pérdidas provenientes de su posesión, se deberían reconocer como resultados en los períodos que se producen, registrando los resultados por tenencia producto de la aplicación del criterio de "marked to market". No obstante, la norma efectúa la distinción entre derivados que califiquen o no como instrumentos de cobertura. A su vez, las resoluciones técnicas (FACPCE) 18 y 20 disponen que los riesgos a cubrir contablemente en operaciones de cobertura son: riesgos de flujos de efectivo, de cambios en el valor corriente y de la inversión neta de una entidad extranjera. Es por ello que se hace esta distinción en cuanto al tratamiento para reconocer los resultados:

1) Instrumentos derivados que no califiquen como cobertura: La diferencia se reconocerá como ingresos o costos financieros.

2) Instrumentos derivados de cobertura de riesgo de flujos de efectivo: es la exposición a la variabilidad de los flujos de efectivo que se atribuye a un riesgo particular y que afectarán a los resultados.

3) Instrumentos derivados de cobertura de riesgo a los cambios en el valor corriente: es la exposición a los cambios en el total o una posición identificada del valor corriente de activos o pasivos reconocidos en los estados contables atribuible a un riesgo particular y que pueda afectar el resultado.

4) Instrumentos derivados de cobertura de riesgo de una inversión neta en una entidad extranjera: es la exposición al cambio en los flujos de efectivo correspondientes a la porción que pertenece a la empresa en el patrimonio neto de la entidad extranjera (no integrada).

El reconocimiento de la cobertura eficaz de los riesgos de flujos de efectivo (punto 2) se imputa contra patrimonio neto hasta que se produzca el vencimiento de la operación, dicho de otra forma, si al cierre no se produce su vencimiento la

diferencia entre su valor medido al inicio y al cierre se reconocerá en el patrimonio neto y se reclasificará a resultados en el ejercicio en que el ítem o partida afecte tales resultados. El fundamento de dicha clasificación obedece a la aplicación del principio de aparejamiento, esto significa que el resultado del derivado debe incidir en el mismo ejercicio en el que afecta el resultado del ítem cubierto. El resto de las coberturas se imputa contra resultados.

Se destaca que resultaría cuestionable no reconocer un resultado gravable por el solo hecho de exponerlo en el patrimonio neto. Si bien la contabilidad se utiliza como base para la determinación del impuesto, en dicho caso correspondería realizar un ajuste que incremente o disminuya el resultado impositivo.

Por otro lado, una operación de cobertura califica contablemente como tal cuando:

a) al comienzo de la operación de cobertura existe documentación formal que especifique: - la estrategia y el objetivo de la administración en el manejo de riesgos del tipo de los cubiertos, favorables a la realización de la operación de cobertura; - la identificación del instrumento de cobertura, del ítem o partida a cubrir y la naturaleza de los riesgos que se pretende cubrir; - el modo en que se medirá la eficacia que muestre el instrumento de cobertura a los riesgos cubiertos.

b) se espera que la cobertura sea eficaz en los términos dispuestos por la resolución técnica 20;

c) la efectividad de la cobertura puede ser medida sobre bases confiables;

d) la cobertura tuvo una alta tasa de eficacia a lo largo de todo el ejercicio.

La eficacia de la cobertura es el grado en el cual se alcanza por parte del instrumento de cobertura, la compensación de los cambios en el valor o en los flujos de efectivos atribuidos al ítem o partida cubierta.

Se considera que una cobertura es eficaz cuando en su origen, como en el resto de la vida de la misma, sus cambios (en el valor o en los flujos de efectivo) compensen entre un 80% y un 125% los cambios (en el valor o en los flujos de efectivo) en el sentido contrario del ítem o partida cubierta. Una empresa podrá presumir que una operación de cobertura es completamente eficaz durante el plazo que dure esa operación, cuando las condiciones críticas (monto, moneda,

plazos, fecha de liquidación, etc.) del instrumento de cobertura y de la totalidad de los ítem o partidas cubiertas sean las mismas.

Como precepto general cabe mencionar que la ley del Impuesto a las Ganancias establece que los “sujetos-empresa” deben imputar las ganancias en función de su devengamiento, aunque fiscalmente no exista una definición precisa del concepto “devengado”. Para personas físicas no existen mayores inquietudes ya que se aplica el criterio de lo percibido cualquiera fuere el tipo de operación. Es importante tener presente para el caso de “sujetos-empresa” que, desde el punto de vista fiscal, se parte de un balance contable que ya contiene el devengamiento de los resultados obtenidos de los instrumentos derivados.

Al respecto resulta importante señalar que existe jurisprudencia del Tribunal Fiscal de la Nación respecto de las divergencias entre los principios contables y el balance impositivo, donde se expresó que “no existe una total autonomía en la “contabilidad fiscal”, ya que para las liquidaciones impositivas debe partirse del resultado del balance comercial”, agregando que “las divergencias entre los balances comercial e impositivo sólo resultan admisibles cuando en forma taxativa la ley y su reglamentación dispongan tratamientos alternativos de excepción”. En dicho sentido el Tribunal Fiscal de la Nación en la causa “Ecohabitat S.A.” expresó “Que habida cuenta de la sustantividad del principio de anualidad, postulado liminar para la cuantificación de la base imponible del impuesto a las ganancias, y tratándose de rentas de la tercera categoría, en cada período fiscal deben computarse los ingresos y gastos reales que estrictamente correspondan a cada año, conforme al concepto de lo “devengado” y con prescindencia del ejercicio en que se contabilizaron...”. “...El concepto de lo “devengado” implica que los resultados (ingresos y gastos) deben computarse cuando la operación que los origina queda perfeccionada, teniendo en cuenta la legislación o prácticas comerciales y la ponderación fundada de los riesgos inherentes. De tal forma, resulta que una “renta” es atribuible conforme a dicho criterio, cuando se hayan producido los actos, actividades o hechos sustanciales que la generan, aunque no sean exigibles al momento de su medición, y, en tanto se verifiquen parámetros objetivos esenciales y no meramente formales y la posibilidad fáctica y jurídica de que ese ingreso o gasto deba efectuarse.”

En esa misma oportunidad la actora invocó la teoría de la autonomía restringida entre los balances comercial e impositivo, manifestando que no procedía apartamiento alguno de las normas contables a los efectos de la determinación fiscal.

Personas físicas no habitualistas. Gravabilidad en los ingresos.

La Administración Federal de Ingresos Públicos, en el dictamen DAT 48/2003, dio su opinión respecto de operaciones realizadas por no habitualistas. El caso consultado versaba sobre un contrato derivado realizado por una persona física residente en Argentina con su contraparte un agente de bolsa de Uruguay. Por dicho contrato la persona física Argentina se obligaba a comprar o vender un activo en una fecha futura a un determinado precio (futuro) establecido en el momento del contrato. Se preveía en dicho contrato la liquidación anticipada de los contratos y la liquidación sin la entrega del activo subyacente. El fisco dictaminó que las condiciones del Art. 2 Apart.1 de la ley del Impuesto a las Ganancias aplican en tanto los rendimientos, rentas o enriquecimientos no se encuentren especialmente incluidos en cada una de las categorías. Así, la ley N° 25.063 había incorporado como renta de segunda categoría el inciso j) del artículo 45 "Los resultados originados por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos o contratos derivados" por lo que para dicho caso las condiciones de requisitos de periodicidad, permanencia de la fuente y su habilitación para este tipo de rentas no correspondía.

A su vez en el mismo dictamen el fisco opina que el sujeto realizó una sola operación y si se considera solamente como indicativo la frecuencia de las operaciones la ganancia no sería habitual.

Sin embargo, se estima que debe predominar la potencialidad de la renta, el mismo dictamen aclara: “cuando se realizó el egreso (pago de la prima) o se llevó a cabo el respectivo contrato existió la intención de obtener una utilidad y, por otra parte, la potencialidad de realizar un indefinido número de operaciones.

Es decir que, esta asesoría entiende que los resultados originados en la aludida operación especulativa con contratos derivados tienen la condición de ser potencialmente habituales y por lo tanto alcanzados...”.

A su vez, en el dictamen DAT 35/2004 se analizó la gravabilidad del ingreso obtenido por el cobro de una prima en virtud del otorgamiento de una opción de compra de acciones. La asesoría hace remisión al dictamen mencionado anteriormente fundamentando que no es necesario el requisito de periodicidad para este tipo de rentas por estar enumerada taxativamente en una de las categorías.

Este dictamen se expide sobre otra cuestión importante que es la caracterización de la prima como un ingreso separado de la operación principal y su imputación. Si el lanzador cobrase la prima no imputaría dicho ingreso hasta el vencimiento de la operación. El dictamen entiende que la prima debe ser considerada como ingreso por operaciones con instrumentos derivados independientemente de la compraventa de acciones en si misma ya que esta operación puede o no ocurrir mientras que la prima ya se cobro.

Aplicabilidad de exenciones para personas físicas por resultados de operaciones que concluyen con la entrega del activo subyacente.

Otra cuestión que se suscita en el Impuesto a las Ganancias consiste en la realización de operaciones con instrumentos derivados que concluyen con la entrega del activo subyacente y el resultado obtenido en virtud de la realización de dicho activo se encuentra exento. Tal es el caso para venta de acciones que cotizan en mercados del país o títulos públicos. La cuestión se centra en dilucidar si el resultado obtenido le son aplicables dichas exenciones o por ser un resultado obtenido por instrumentos financieros derivados no le son aplicables.

**4.4.2. Impuesto al Valor Agregado**

El Decreto de Necesidad y Urgencia N° 1130/97 estableció el tratamiento que debía otorgársele en el Impuesto al Valor Agregado a las prestaciones derivadas de la operatoria con instrumentos derivados incorporando el actual art. 9 del reglamento. Si bien las prestaciones financieras se encuentran alcanzadas por el gravamen, no obstante y en lo que respecta a estas operaciones se establece la no gravabilidad de las prestaciones devenidas a partir de instrumentos y/o contratos derivados, en las que no se transfieran activos o servicios subyacentes, exclusión que incluye la concertación del instrumento, negociación posterior y compensaciones o liquidaciones. Luego, los importes que surgen como diferencias por liquidación anticipada u operación inversa (cierre de la posición previamente abierta), compensación de diferencia de precios al vencimiento (cash-settled) o por la transferencia del contrato o derecho y por depósito de márgenes de garantías y primas (en el caso de opciones) no resultan alcanzadas por el gravamen.

Ahora, cabe aclarar que si, como consecuencia del contrato, las partes resuelven la entrega de bienes o servicios, el tratamiento aplicable a la resolución de la operación surgirá en función del tratamiento que dicha transferencia tenga frente al IVA.

Como ejemplo, se destaca que la venta de títulos valores (acciones, títulos públicos, obligaciones negociables) se encuentra exenta del impuesto por lo que da lo mismo liquidar la operación por compensación que entregando el activo subyacente.

No sucede lo mismo con otros activos como petróleo, gas y cereales. A su vez, se deberá considerar el artículo 19 de la Ley del IVA, que prevé pautas específicas en lo que hace a la transacción de cereales a través de mercados a término.

Respecto de la tasa de registro que cobra el mercado interviniente y la comisión del agente o broker, al tratarse de una prestación de servicio prevista en el inciso b) o d) del artículo 1 de la Ley del IVA, en el supuesto que se transfieran activos o servicios subyacentes resultarían alcanzadas y en el caso de no producirse tales transferencias, podrían inferirse excluidas también de la imposición. Este último aspecto no se encuentra aclarado en el decreto reglamentario. Se encuentra incorporado al reglamento la aplicabilidad del principio de realidad económica con un claro objetivo de evitar prácticas de planificación fiscal abusiva, a través de la posibilidad de buscar la verdadera intención de las partes. En el caso de concluir que las partes han realizado una transacción o prestación gravada por el impuesto, se aplicarán las prescripciones tributarias atinentes.

Por último, se admite la re caracterización tributaria cuando el conjunto de transacciones con instrumentos y/o contratos derivados sea equivalente a otra transacción u operación financiera con un tratamiento establecido en la normativa del gravamen, por ejemplo “préstamos sintéticos”, surgido de la combinación de operaciones principales y derivadas.

#### **4.4.3. Impuesto sobre los ingresos brutos**

Previamente a realizar el análisis en este impuesto es dable destacar que las normativas fiscales provinciales no disponen un tratamiento específico, por lo que se tendrá que recurrir a la normativa general del gravamen. A los efectos de determinar una posición, se mencionan los puntos controvertidos que se han identificado a los efectos de determinar una posición sobre su tratamiento. Las cuestiones advertidas son las que mencionan a continuación:

- Habitualidad de este tipo de ingresos

- Gravabilidad de los resultados brutos por este tipo de operaciones vs. los resultados netos
  - Momento de imputación de los resultados
  - Diferencia del tratamiento dependiendo de la liquidación del contrato (mediante entrega física del activo subyacente o por compensación)
  - Alícuota a aplicar
  - Gravabilidad de resultados por contratos concertados y cumplidos en el exterior

A efectos de nuestro relevamiento para la administración tributaria de la provincia de Santa Fe, nos centraremos en las disposiciones, tratamiento y procedimientos contenidos en el Código Fiscal de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en el Código Fiscal de la Provincia de Buenos Aires y en el Código Tributario de la Provincia de Córdoba, considerando cierta similitud en la estructura económica/tributaria de los mencionados distritos con la provincia para la cual está destinada la presente obra.

#### Habitualidad de este tipo de ingresos.

Conviene recordar que el hecho imponible frente a este gravamen se verifica “por el ejercicio habitual y a título oneroso, en la jurisdicción, del comercio, industria, profesión, oficio, negocio, locaciones de bienes, obras o servicios, o de cualquier otra actividad a título oneroso - lucrativo o no- cualquiera fuere el resultado obtenido y el sujeto que las realiza”.

En general, la actividad de las empresas se considera habitual en cuanto a sus diversas operaciones por lo que resta importancia evaluar si la cantidad de operaciones con instrumentos derivados es significativa o no siendo esta una actividad complementaria a la actividad principal, el ingreso por dichas operaciones siempre estará alcanzado para este tipo de sujetos. Código Fiscal de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires – art. 170. Código Fiscal de la Provincia de Buenos Aires - art. 182. Código Tributario de la Provincia de Córdoba – art. 173.

Determinación de la base imponible, momento de reconocimiento y alícuota aplicable.

Por su parte, la base imponible, se determina (salvo para lo dispuesto para casos especiales) sobre los ingresos brutos devengados durante el período fiscal por el ejercicio de la actividad gravada. Al respecto, se dispone que es ingreso bruto el valor o monto total – en valores monetarios, en especies o en servicios - devengados en concepto de ventas de bienes, de remuneraciones totales obtenidas por los servicios, la retribución por la actividad ejercida, los intereses obtenidos por préstamos de dinero o plazo de financiación o, en general, el de las operaciones realizadas. Conforme a ello, en cuanto a la gravabilidad de estos contratos, deberían ser analizados de acuerdo a la modalidad de liquidación de los mismos, es decir:

- a) Contratos liquidados mediante entrega física del activo subyacente;
- b) Contratos liquidados por compensación.

Respecto a los contratos liquidados mediante entrega del activo subyacente deberían asignarle el tratamiento que los Códigos Tributarios de las jurisdicciones provinciales le otorgan a la enajenación de los bienes que constituyen el activo subyacente del contrato y que con su entrega física dan por liquidado al mismo y por ende generan los “ingresos brutos” de la operación.

A los efectos de considerar el nacimiento del hecho imponible, el mismo se corresponderá con la facturación o la entrega del bien o acto equivalente, el que fuere anterior. Los resultados de valuación de los contratos de compra a futuro no estarán alcanzados por el impuesto sobre los ingresos brutos cuando el contrato se liquide con la entrega del subyacente.

Sería recomendable para una compañía que los resultados de los contratos de compra a futuro sean registrados en cuentas diferenciadas de los resultados por valuación de los contratos de venta a futuro. No se descarta que los fiscos pretendan, para los contratos de venta a futuro, gravar en cada mes el “resultado” generado por la valuación de dichos contratos y gravar en el período de la facturación o la entrega del bien o acto equivalente, el que fuere anterior, la diferencia entre el valor de liquidación del contrato y el referido “resultado”. No obstante ello consideramos que existen argumentos de defensa para oponer ante esa eventual interpretación. Sobre el mismo destacamos el informe (Dir. Téc. Trib. DPR Bs. As.) 83/2006. Le toco expedirse a la Dirección de Técnica Tributaria de la provincia de Buenos Aires sobre la gravabilidad de diferentes conceptos relativos a mercados financieros regulados y se estableció que las diferencias de cotización de títulos y acciones, moneda extranjera y de mercado, “...si bien se describen

como resultados positivos, estos ingresos representan resultados por tenencia. Respecto de este tipo de resultados debemos señalar que su objetivo es reflejar el resultado que surja de la comparación entre la valuación de activos o pasivos a valores corrientes y su correspondiente valor reexpresado a moneda constante. Es consecuencia de la aplicación del criterio de valuación “valores corrientes” a ciertos rubros específicamente establecidos por las normas contables vigentes, razón por la que dichos resultados no representan una retribución por la actividad ejercida...”. Se entiende comprensivo de esta interpretación a los resultados generados por la valuación de los instrumentos financieros derivados a valores corrientes.

Respecto a los contratos descriptos en el inciso b) anterior, se deberá tener en cuenta la registración contable de dichos instrumentos. Ante la ausencia de normativa específica en los Códigos Fiscales / Tributarios que regule dichas operaciones, la base imponible debe estar dada por el monto de la compensación efectivamente recibida, dado que no existe una transferencia de bienes que conlleve a la determinación de un ingreso por la misma. Dicha compensación será igual a la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del activo subyacente a la fecha de liquidación del contrato. No obstante es necesario advertir que la falta de regulaciones en la materia podría llevar a las autoridades fiscales a interpretar que, más allá de la forma de cancelación del instrumento, la base imponible está dada por el precio pactado por la entrega del activo subyacente.

A partir de la definición de base imponible antes comentada, las compensaciones pagadas no resultarían deducibles en la liquidación del impuesto.

En síntesis, podría sostenerse que la base imponible se encuentra devengada en el momento en que exista certeza de haberse obtenido el derecho a su cobro, ello considerando que las normativas en cuestión hacen alusión a que los ingresos, para los casos no previstos específicamente, deben imputarse “desde el momento en que se genera el derecho a la contraprestación”. Código Fiscal de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires – art. 164 inc. 7) Código Fiscal de la Provincia de Buenos Aires - art. 175 inc. g). Código Tributario de la Provincia de Córdoba – art. 156 inc. i).

A tal efecto es importante destacar que tanto el Código Fiscal de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (art. 202 último párrafo), como el Código Fiscal de la provincia de Buenos Aires (art. 201 último párrafo) y el Código Tributario de la

provincia de Córdoba (art. 183 anteúltimo párrafo) prevén que “se presume que el derecho a la percepción se devenga con prescindencia de la exigibilidad del mismo”.

Con relación a la alícuota, considerando la ausencia de normativa al respecto, en nuestra opinión correspondería aplicar la alícuota general o a falta de la misma, se podría asimilar a la alícuota vigente para operaciones financieras.

Para el caso de que se generen ingresos con derivados de cobertura vinculados a operaciones que no generan ingresos gravados, se podría interpretar que el eventual ingreso o egreso que pudiere obtener el sujeto por dicha cobertura sea considerado un menor o mayor “costo financiero” de la operación principal, es decir como parte integrante del costo de ese activo o pasivo y por ende fuera del objeto del tributo.

A tal efecto resultará muy importante el criterio utilizado para la registración contable del ingreso o egreso por cobertura.

En dicho escenario, los fiscos provinciales podrían argumentar la existencia de operaciones bien diferenciadas, ya que la operación principal y los contratos de derivados de cobertura involucran a sujetos diferentes.

Por ejemplo, una compañía que se financiara con obligaciones negociables en dólares y realizara contratos de compra de futuros en dólares para cubrirse de la variación del tipo de cambio de la divisa. En dicho caso podría generarse un ingreso por el derivado y una pérdida por el pago de intereses. El ingreso podría considerarse como un menor costo financiero y por ende no gravable en el Impuesto sobre los Ingresos Brutos, opinión que no se comparte.

#### Operaciones realizadas con sujetos residentes en el exterior.

Otra cuestión que se suscita es el tratamiento a otorgarle a las operaciones realizadas con sujetos residentes en el exterior ya sea que se liquiden por compensación o con entrega del activo subyacente.

En el caso de contratos de compras/ventas a futuro con clientes del exterior se deberá otorgar a los ingresos obtenidos por las mismas, el tratamiento que los Códigos Fiscales en cuestión le otorgan a las importaciones/exportaciones si la operación se concluye con la entrega del activo subyacente.

En cambio, el tratamiento que corresponde otorgarle a las compensaciones recibidas en virtud de contratos que se liquiden por compensación, el análisis reviste mayor complejidad, debiéndose considerar las siguientes cuestiones:

- Existencia de nexo territorial
- Clasificación como exportación de servicio
- Consideración como servicio financiero

Se puede destacar la operatoria con estos instrumentos cuando su negociación se realice en mercados del exterior, por ejemplo, el mercado de Chicago (CBOT o Chicago Board of Trade). Para operar en dicho mercado es común solicitar los servicios de un broker en el exterior para que, actuando por cuenta y orden de su comitente en nuestro país, concierte operaciones en un mercado a término en el exterior. A tal fin, se procede a la apertura de una cuenta en el broker, suscribiéndose un acuerdo mediante el cual se estipula que el comitente impartirá instrucciones orales o escritas, se comprometerá a depositar y mantener en garantía (margen) un determinado importe de las operaciones y asumirá los gastos de corretaje y comisiones pertinentes.

La cuestión pasa por determinar si existe potestad tributaria por parte de los fiscos provinciales para gravar este tipo de operaciones atento a que dicha potestad está restringida al desarrollo de una actividad en forma habitual desplegada en la respectiva jurisdicción. Se coincide con el autor Moreno Gurrea en que para el caso existen actividades realizadas en la jurisdicción que justifiquen la gravabilidad de la operación:

- El comitente tomará las decisiones de compras y ventas de posiciones, dando instrucciones orales o escritas al broker del exterior.
- El comitente girará fondos desde el país a los efectos de cubrir los márgenes (garantías) de las operaciones, las compensaciones, las comisiones y otros gastos.

Este tipo de actividades implica la necesidad de realizar gastos en la jurisdicción por lo que el nexo territorial es vigente e implica la facultad del fisco provincial para gravar dichos ingresos.

Una vez analizada su gravabilidad, por las características de la operación, los ingresos obtenidos se podrían asimilar a un servicio financiero y otorgarles el

tratamiento que las legislaciones provinciales le otorgan a las exportaciones de servicios financieros, en la mayoría de estas exentos o no alcanzados.

Una definición de exportación de servicios se cita de un informe técnico de la Agencia de Recaudación de la provincia de Buenos Aires (ARBA). Dicho informe establece: “Por exportación de servicios podríamos entender la actividad de prestación de un servicio que se efectúa en este territorio pero se destina a una unidad política distinta a la nuestra, ya sea por su utilización económica, el domicilio o residencia del receptor, la ubicación de los bienes sobre los cuales se efectúa, o por otras circunstancias”.

Resumiendo se consideraría exportación si se cumplen concurrentemente las siguientes circunstancias:

- Un servicio es prestado en sede local pero su explotación, efecto o aplicación se desarrolla en otro país.
- El prestatario no desarrolla actividad localmente (requisito exigido para evitar su utilización económica en la jurisdicción en que se presta el servicio).

Dicha definición, se entiende aplicable a los ingresos obtenidos por operaciones con sujetos no residentes, ya sean concertados directamente entre las partes o en mercados donde se negocian este tipo de operaciones.

Por último, es de suma importancia destacar que los mismos comentarios realizados en este apartado se aplican para las tasas y contribuciones que aplican los municipios, las llamadas contribuciones o tasas que inciden sobre la actividad comercial, industrial o de servicios que tienen como base imponible los ingresos de la compañía.

#### **4.4.4. Convenio Multilateral**

##### **Determinación de la jurisdicción.**

Respecto de la atribución de ingresos y egresos para el cálculo de coeficientes unificados de Convenio Multilateral generados en la operatoria con instrumentos financieros derivados se destaca la falta de previsiones normativas al respecto, aun considerando el grado de importancia que han alcanzado los resultados obtenidos o perdidos por su utilización.

Es por ello que, atento a las previsiones realizadas en el apartado de Tratamiento en el Impuesto sobre los Ingresos Brutos, se realiza las siguientes consideraciones: A los efectos de realizar la atribución se deberá tener en cuenta el modo en que se liquide dicho contrato. En caso de liquidarse mediante compensaciones corresponderá, en caso de obtener un ingreso, considerar dicho ingreso como una prestación financiera y atribuirlo a la jurisdicción donde dicha prestación se lleve a cabo.

Por ejemplo, en caso de contratarse con un banco o en un mercado se deberá atribuir a la jurisdicción de la sucursal con la que se contrató dicha operación, en caso de contratarse con un sujeto que tiene diferentes establecimientos en distintas provincias se deberá considerar la jurisdicción del establecimiento pagador de dichos beneficios.

En el caso de derivados en cual la cobertura sea el tipo de cambio se puede llegar suscitar el interrogante si es aplicable el Art. 20 del Anexo de la Resolución General N° 1/2015 que determina que no son computables. No se comparte dicha caracterización atento a que el ingreso no es una diferencia de cambio sino que se ha generado por la operatoria con instrumentos derivados.

Para la atribución de egresos se suscita la misma incertidumbre, al no preverse su no computabilidad de forma específica se entiende que dicho egreso es computable y deberá atribuirse a la jurisdicción del establecimiento contratante de dicho servicio, que de forma simétrica con el tratamiento que se le otorga al ingreso, quedaría determinado por la jurisdicción pagadora de dicho servicio financiero.

Otra solución sería otorgársele el carácter de “no computable” atento a su similitud con el de un interés prevista en la letra del Convenio Multilateral o, en caso de cubrir un riesgo de cambio, aplicar el art. 20 previamente mencionado.

Por otro lado, diferente será su atribución si el resultado de la operación deviene de la liquidación de la operación mediante la entrega del activo subyacente. En dicho caso el resultado será atribuible a la jurisdicción de destino final del bien negociado en caso del ingreso bruto ser obtenido por la venta.

Por otro lado, el gasto atinente a la compra de dicho activo deberá ser analizado atento a su posible no computabilidad.

#### **4.4.5. Impuesto a los sellos**

Conforme las redacciones de los Códigos Fiscales y Tributarios vigentes, deberá analizarse en la jurisdicción de otorgamiento y donde produzca efectos, la posible aplicación del gravamen sobre estos contratos y la existencia de exenciones. Se destaca, para la jurisdicción de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, que mediante la Resolución (AGIP) 183/2009 las autoridades fiscales interpretaron que: "Quedan comprendidos en la exención establecida en el artículo 385 apartado 48 del Código Fiscal, los contratos, actos o instrumentos relacionados con las operaciones con derivados financieros, futuros y opciones, que celebren los agentes autorizados dentro del ámbito de los mercados autorregulados que cuenten con la autorización de la Comisión Nacional de Valores, y, si correspondiera, del Banco Central de la República Argentina.". Adviértase que el citado apartado exime del gravamen a "Los actos y/o instrumentos relacionados con la negociación de las acciones y demás títulos valores debidamente autorizados para su oferta pública por la Comisión Nacional de Valores".

En consecuencia, los contratos de derivados gozan de la exención en el impuesto de sellos en la CABA, en la medida que se trate de contratos celebrados por agentes de ese tipo u en el marco de mercados autorregulados autorizados.

En el resto de las jurisdicciones y asumiendo la gravabilidad de los contratos, será razonable considerar como base imponible el valor de las prestaciones, cuestión de difícil mesurabilidad ya que dicho valor varía durante la duración del contrato y solo se conoce su resultado al vencimiento. Es por ello que sugiere adoptar una solución como estaría prevista en el Código Fiscal para contratos de valor indeterminado. Para dicho caso las partes deberían abonar el importe fijo y al finalizar el contrato determinar el impuesto tomando como pago a cuenta el importe fijo abonado en su comienzo.

Es importante mencionar la salvedad estipulada en el tercer párrafo de dicho artículo para entidades financieras comprendidas en la ley N° 21.526 que solo las obliga a tributar el monto fijo de carácter definitivo.

#### **4.4.6. Aspectos de tributación internacional relacionados con instrumentos financieros derivados**

En este apartado se pretenden realizar algunos comentarios respecto a los instrumentos derivados en el plano internacional, se pueden utilizar los derivados para convertir un tipo de pago por otro (p.ej. un préstamo, un flujo de dividendos, un bono, etc.) pudiendo eludir los criterios de fuente, retención a beneficiarios del exterior o límites de deducción en el caso de contratos con sujetos del exterior.

Aun previsto en la legislación argentina la “regla de equivalencia” DR LIG Art. 9 inc b) cuarto párrafo establece: “...Asimismo, cuando un conjunto de transacciones con instrumentos y/o contratos derivados, sea equivalente a otra transacción u operación financiera con un tratamiento establecido en la ley del tributo, a tal conjunto se le aplicarán las normas de las transacciones u operaciones de las que resulte equivalente” Esta regla bastante genérica puede resultar de difícil aplicación para dilucidar y en su caso encuadrar la transacción y su tratamiento impositivo.

El Art. 249 de dicho Código establece: “Cuando el valor de los actos sujetos a impuesto sea indeterminado, las partes deberán estimarlo a continuación del instrumento en que lo formalicen, fundándose en elementos de juicio adecuados. Cuando se fije como precio el corriente en fecha futura, el impuesto se pagará con arreglo al precio corriente en la fecha de otorgamiento del acto. Cuando se careciese de antecedentes y no pudiera practicarse una estimación del valor económico atribuible al acto o contrato al momento de su realización, pero pueda ser determinado con posterioridad, el monto fijo que establezca la Ley Impositiva Anual será computado a cuenta del impuesto que en definitiva resultare al aplicarse al instrumento el tratamiento fiscal de un contrato con valor determinado. En tal caso, el impuesto que en definitiva corresponda abonar deberá ser repuesto dentro del término de los quince (15) días de haber finalizado el mismo. Si a la finalización del contrato no existiere valor determinable, el importe fijo será considerado como impuesto definitivo, no generando saldo a favor alguno al contribuyente...”

Cuando en el contrato o instrumento no se fije el plazo del mismo o dicho plazo sea indeterminado, el impuesto que corresponda por aplicación de lo previsto en el párrafo anterior será determinado considerando una duración de cinco (5) años.

Las disposiciones previstas en el segundo y tercer párrafo del presente artículo no resultan de aplicación a los actos, contratos y operaciones que realicen las instituciones financieras comprendidas en la Ley Nacional N° 21.526,

debiéndose abonar el monto fijo como impuesto definitivo en los instrumentos sobre los cuales se carezca de antecedentes y no pudiera practicarse una estimación del valor económico atribuible al mismo...”.

Algunos países han previsto la notificación al fisco con carácter previo o en un plazo breve posterior a su concertación a los efectos de poder computar las pérdidas o se le permita dar el tratamiento de operación de cobertura. En el caso argentino, la RG (AFIP) 3421/2012, compendia diversos regímenes de información relacionados con la actividad financiera y ha establecido en su ANEXO VII – TITULO I, el deber de informar el detalle de cada operación que involucre la utilización de instrumentos derivados, inclusive los momentos en que se produciría algún efecto económico (concertación inicial, modificación del contrato original o de la operación concertada, liquidación parcial y total y rescisión anticipada).

La notificación es una medida preventiva y de mayor utilidad para los derivados negociados OTC “Over the counter”, o sea los negociados fuera de los mercados institucionalizados, especialmente los negociados con partes vinculadas. Al condicionar la deducción al cumplimiento de la comunicación al fisco en otros países se buscaba eliminar una maniobra utilizada por empresas multinacionales consistente en concertar simultáneamente varios contratos derivados de igual clase, activo subyacente, valor nocional y plazo de vencimiento, asumiendo en cada uno de ellos distintos escenarios de evolución del activo subyacente (p.ej. estabilidad, alza reducida, alza pronunciada, baja reducida y baja pronunciada).

Al vencimiento del instrumento, bajo esta maniobra el contribuyente hace valer fiscalmente el escenario que más le conviene según la evolución real del subyacente, por ejemplo para crear una pérdida deducible. Esta maniobra es ilegal, al tratarse de una simulación fraudulenta, sin embargo queremos destacar la importancia de la comunicación previa.

Otro aspecto a tener en cuenta es el de reconocimiento de ingresos y gastos en caso de negocios entre sujetos de diferentes países. Si un país aplica el principio de devengado para la deducción de los pagos y otro el principio de percibido para el reconocimiento de los ingresos, por ejemplo, en contratos derivados de largo plazo (p. ej. 5 años) se generará un beneficio temporal por el sujeto receptor de los beneficios hasta el período de reconocimiento de dichos ingresos.

Respecto de la retención por pagos a beneficiarios del exterior, los resultados obtenidos por sujetos no residentes se consideran resultados de fuente extranjera por lo que se considerarán ganancias de fuente argentina los resultados originados por derechos y obligaciones emergentes de instrumentos y/o contratos derivados, cuando el riesgo asumido se encuentre localizado en el territorio de la República Argentina, localización que debe considerarse utilizan este tipo de instrumentos para convertir pagos de conceptos que si están sujetos a retención del impuesto por considerarse de fuente argentina por este tipo.

Otra cuestión no prevista en la legislación argentina respecto a este tipo de resultados es cuando se realizan pagos a sujetos residentes en el exterior en los que existe algún tipo de vinculación o se encuentran radicados en países de baja o nula tributación, actualmente considerados países no cooperadores. El art. 18 último párrafo de la LIG establece: “Tratándose de erogaciones efectuadas por empresas locales que resulten ganancias de fuente argentina para personas o entes del extranjero con los que dichas empresas se encuentren vinculadas o para personas o entes ubicados, constituidos, radicados o domiciliados en jurisdicciones de baja o nula tributación, la imputación al balance impositivo sólo podrá efectuarse cuando se paguen o configure alguno de los casos previstos en el párrafo 6 de este artículo o, en su defecto, si alguna de las circunstancias mencionadas se configura dentro del plazo previsto para la presentación de la declaración jurada en la que se haya devengado la respectiva erogación.” Para el caso de resultados por instrumentos financieros derivados, el criterio para considerar la caracterización de la fuente depende de la residencia del sujeto, las ganancias que obtengan residentes del extranjero siempre serán de fuente extranjera por lo que la empresa local puede generar el cargo deducible, contabilizando la pérdida, sin necesidad de estar cancelada al vencimiento de la presentación de la declaración jurada.

Por último, queremos mencionar aspectos referentes a normas sobre precios de transferencia y normativa cambiaria. Dichos aspectos deben ser tenidos en cuenta en la concertación de instrumentos derivados en transacciones internacionales. De acuerdo a las normas de precios de transferencia, los sujetos que negocien estos instrumentos con entidades del exterior en que se tenga vinculación o que no estén radicadas en el listado de países cooperadores deberán preparar la documentación que respalde que los precios de las operaciones son utilizados en operaciones entre partes independientes.

#### **4.4.7. Normativa cambiaria en materia de derivados**

La normativa cambiaria en materia de derivados establece fuertes restricciones en transacciones internacionales que requieran pagos al exterior a favor de una contraparte no residente.

La comunicación “A” 480535 estableció el reordenamiento de las normas cambiarias en materia de concertaciones y cancelaciones de operaciones de futuros, forwards y otros derivados que realicen el sector financiero y el sector privado no financiero. Se destaca de esta norma que las operaciones realizadas y liquidadas en el país no están sujetas al previo cumplimiento de requisitos desde el punto de vista de la normativa cambiaria.

En caso de no residentes realicen ingresos por el mercado local de cambios para hacer frente a las obligaciones emergentes de los contratos están sujetos a la constitución del depósito o encaje establecido en la comunicación “A” 4359 lo que no incentiva a los no residentes a participar en un negocio de estas características o en nuestros mercados de futuros y opciones.

Para el caso de operaciones realizadas con el exterior se provee un listado en el que no es necesario el requisito de conformidad previa del Banco Central para la concertación y acceso al mercado de cambio para el pago de primas, constitución de garantías y cancelaciones que correspondan. Dichas operaciones se mencionan a continuación:

1) Las realizadas por el sistema financiero por la adquisición de opciones para la cobertura de Depósitos a Plazo con Retribución Variable captados de acuerdo con los requisitos y las distintas modalidades previstas en la normativa del BCRA.

2) Contratos de cobertura entre monedas extranjera que realicen las entidades financieras por sus posiciones propias activas que formen parte de su posición general de cambios.

3) Contratos de cobertura entre monedas extranjera y de tasa de interés que realicen el sector financiero y el sector privado no financiero, por sus obligaciones con el exterior declaradas y validadas de acuerdo al régimen informativo de la Comunicación “A” 3602 y complementarias. Durante la vigencia del contrato, no podrán cubrirse riesgos superiores a los pasivos externos que

efectivamente registre el deudor en la moneda o tasa de interés cuyo riesgo se está cubriendo.

4) Contratos de cobertura que realicen importadores por el saldo a pagar por embarques pendientes de operaciones de importaciones argentinas de bienes, por las que la empresa que toma la cobertura, haya realizado pagos anticipados al proveedor del exterior o que la compra esté amparada con la apertura de una carta de crédito de importación emitida por un banco local.

5) Contratos de cobertura entre monedas extranjeras que realicen exportadores para cubrir riesgos sobre embarques realizados pendientes de cobro.

6) Contratos de cobertura de precios de commodities, que realicen exportadores y/o importadores del país en la medida que correspondan exclusivamente a coberturas de operaciones propias de comercio exterior argentino.

7) Contratos de cobertura de precios de commodities que realicen entidades financieras locales con el exterior, como contrapartida de contratos vendidos a clientes locales y en la medida que se cumplan las siguientes condiciones:

a. La operación se realiza para cubrir riesgos asumidos por la propia entidad en contratos de coberturas con empresas clientes residentes, por la venta de opciones, forwards o futuros de precios de commodities, cubriendo mandatoriamente dichos contratos en el mismo día de concertación de los contratos con los clientes locales.

b. No existen mercados de derivados locales que permitan realizar tales operaciones.

c. La cobertura contratada con el exterior tiene la misma fecha de vencimiento que la operación local, que no podrá superar los tres años de la fecha de contratación y se liquida por compensación, sin entrega del subyacente, tanto a la fecha de vencimiento como en caso de cierre no previsto de la posición.

d. Las coberturas vendidas a sus clientes, cubren riesgos de variación de precios de productos que forman parte de sus insumos o afectan en forma directa los costos de insumos utilizados en la producción de bienes y/o servicios que produce la empresa.

e. Las coberturas contratadas por la empresa local en términos de plazos y montos, permiten razonablemente a la empresa, cubrir los riesgos de variación de precios de sus insumos por el período de cobertura de los derivados contratados.

f. La entidad financiera local otorgante de estas coberturas, cuenta con elementos que le permiten certificar razonablemente, que los contratos celebrados por la empresa con la entidad y otras entidades financieras locales y con el exterior, en el marco de la presente Comunicación, cubren parte o el total, pero no superan los riesgos de cobertura de costos de la empresa durante el período de vigencia de los contratos de cobertura celebrados por la empresa bajo sus distintas modalidades.

8) Operaciones de financiaciones externas bajo la forma de Repos (operaciones de pases pasivos con títulos, incluyendo las realizadas con Préstamos Garantizados del Gobierno Nacional). Las operaciones de financiaciones externas comprendidas en el presente punto deben constituirse y mantenerse por plazos no inferiores al mínimo aplicable para préstamos financieros a la fecha de su concertación, y están comprendidas en la obligación de constitución del depósito no remunerado establecida en el punto 6 de la Comunicación “A” 4359. La cancelación de estas operaciones, requiere que las mismas estén validadas de acuerdo a las normas de declaración de deuda de la Comunicación “A” 3602 y complementarias y que se cumplan las restantes normas que sean de aplicación para la cancelación de préstamos financieros.

Las operaciones que se realicen con el exterior, con acceso al mercado de cambios para la cobertura de las operaciones detalladas en los puntos precedentes, solo podrán realizarse:

a) en mercados institucionalizados en plazas financieras internacionales (p.ej. Chicago),

b) con bancos del exterior que cumplan los requisitos establecidos en la Comunicación “A” 4560.37

c) con entidades financieras habilitadas en la Argentina para realizar este tipo de operaciones, en la medida en que sean controladas por bancos que cumplan los requisitos del punto anterior.

A su vez, es condición para acceder al Mercado Único y Libre de Cambios por las operaciones en la que no es necesaria la conformidad previa del BCRA, la

de asumir el compromiso de ingresar y liquidar en el Mercado Único y Libre de Cambios dentro de los 5 días hábiles siguientes al cierre de la operación, los fondos que resulten a favor del cliente local como resultado de dicha operación, o como resultado de la liberación de los fondos de las garantías constituidas.

El resto de las operaciones de futuros, forwards, opciones y otros derivados con el exterior, requiere la conformidad previa de este Banco, tanto para su concertación, como para acceder al mercado de cambios para su posterior cancelación, incluso cuando no se prevea el acceso futuro al mercado local de cambios.

La existencia de las restricciones limita la posibilidad de concertación de instrumentos derivados por parte de subsidiarias residentes en Argentina, tanto por las operaciones permitidas enunciadas en el listado anterior con liquidación en el exterior como por la limitación en la persona que debe actuar como contraparte (entidades financieras calificadas y mercados institucionalizados) no pudiendo incluir las compañías financieras del grupo o la controlante.

## **Capítulo V: “RECOMENDACIONES EN MATERIA TRIBUTARIA”**

### **5.1. Recomendaciones.**

En el transcurso de este trabajo se ha expuesto la carencia de regulación y definición normativa sobre los aspectos legales e impositivos de los instrumentos financieros derivados dejando al contribuyente y a las administraciones tributarias en un grave estado de incertidumbre respecto al tratamiento a otorgarle en las diferentes gravámenes que componen nuestro régimen tributario ya sea tanto a nivel nacional, provincial y municipal.

Compartimos la opinión de los diferentes doctrinarios que han abordado la temática impositiva de los derivados respecto a que es necesaria una reforma urgente que clarifique y determine los criterios para los distintos tipos de operatoria, a los efectos de evitar contingencias por parte de los contribuyentes cuando la interpretación de los organismos fiscales no sea la misma.

En el desarrollo de este mismo trabajo se han planteado las cuestiones e inquietudes que surgen de la pobreza normativa ante algunos supuestos y la correspondiente solución o interpretación que se entendería correcta o probable aplicable para cada caso. Sin embargo, hay cuestiones que merecen ser señaladas atento a su importancia y a la espera de una pronta decisión y resolución por parte de los órganos legislativos y administraciones estatales.

Respecto del Impuesto a las Ganancias, las cuestiones más importantes radican en el escaso desarrollo de la definición de operaciones de cobertura en la ley del impuesto a los efectos de su identificación. Prueba de ello son los conceptos vertidos en el Título II del Anexo VII de la RG (AFIP) 3421/2012 para identificar operaciones de cobertura. Entendemos que el Organismo Fiscal ha querido delimitar la clasificación de una operación como de cobertura a través de una resolución que representa un exceso normativo debiéndose plasmar en una norma de mayor jerarquía, ya sea mediante una reforma a ley del impuesto y del decreto reglamentario.

En relación a la caracterización de la renta respecto de la fuente existen diversos inconvenientes en cuanto a las ganancias obtenidas por residentes cuando el pagador sea un sujeto del exterior que deba retener el impuesto por así considerarse la legislación del lugar. La conveniencia de una modificación legal respecto a la posibilidad de computar como crédito el impuesto análogo abonado

en el exterior contra estas rentas es de suma importancia para no desalentar la operatoria con este tipo de instrumentos con compañías del exterior.

Asimismo, la deducibilidad de los quebrantos generados por estas operaciones con sujetos del exterior vinculados o sujetos residentes en países no cooperadores debería estar condicionada al efectivo pago de estos cargos como el resto de los pagos considerados de fuente argentina y no su simple devengamiento. De la actual redacción de la ley esto solo se ve limitado solo por la condición del quebranto respecto a la finalidad con la que se contrató (cobertura o especulativa) pero si se forzara una interpretación para que el instrumento sea considerado de cobertura, el devengamiento de una pérdida sería deducible aun no cancelándose al vencimiento de la declaración jurada.

Otra cuestión que debería normarse, es la caracterización del resultado para las operaciones que concluyen con la entrega del activo subyacente. Si la operación es especulativa, el sujeto puede adquirir los activos subyacentes, en un momento previo a la liquidación del contrato y en vez de reflejar una pérdida por derivados no deducible, computar una pérdida por resultado de venta de un activo que no tiene dicha limitación. Debiera ser incorporado a la ley una cláusula que establezca que se debe privilegiar la causa por la que fue motivo la transferencia del activo, que la transferencia en sí, para caracterizar el resultado de la operatoria. En ese sentido, las exenciones para personas físicas de algunas operaciones con títulos y acciones no deberían ser aplicables.

Asimismo, respecto del momento de imponible de los resultados, debiera incorporarse a la ley el método de valuación y reconocimiento de resultados. La posición que recomendamos adoptar es la valuación a precio de mercado de los instrumentos y se reconozca el resultado al cierre del ejercicio de operaciones aun no vencidas.

Respecto del Impuesto al Valor Agregado, surge la interrogante del tratamiento a otorgársele a la comisión del corredor por la intermediación de una operación que concluye mediante compensaciones, exentas en el impuesto. Dicha comisión, pareciera ser un hecho imponible independiente debiendo tributarse el impuesto en la liquidación de una operación en la que el resultado principal no está alcanzado.

Por otra parte, en el Impuesto sobre los Ingresos Brutos, se han planteado diversos temas no legisladas en los códigos y leyes impositivas provinciales.

Creemos pertinente, una propuesta integral para incorporar específicamente el tratamiento de dichos instrumentos.

Destacamos, por la característica del impuesto, que debieran gravarse solamente el resultado de las operaciones vencidas. Los resultados por tenencia no se deben considerar alcanzadas.

Se deberá identificar operación por operación, no pudiendo netearse los resultados por operaciones con resultado positivo, con las que producen resultados negativos.

La alícuota aplicable para determinar el impuesto es un tema de significativa importancia que deberá ser tenido en cuenta al incorporarse a una norma legislativa, ya que las alícuotas con las que se usualmente se suelen gravar ingresos obtenidos de la actividad financiera son sustancialmente mayores a la alícuota general que establecen las leyes impositivas. Nuestra recomendación es la aplicación de una alícuota especial, excepto para sujetos del rubro financiero que tributarán conforme a las alícuotas ya establecidas.

En cuanto a los ingresos obtenidos en mercados del exterior o con sujetos del exterior se deberían aclarar que el tratamiento que corresponde otorgársele es el equivalente a una exportación de servicios.

En el Impuesto de Sellos, y atento a la dificultad de determinar la compensación finalmente abonada, se le debiera gravar con un importe fijo y mínimo.

En cuanto a la distribución de ingresos y egresos para el cálculo de coeficientes unificados de Convenio Multilateral se debiera prever su no computabilidad. Las operaciones de cobertura implican cubrir riesgos de la actividad del contribuyente y tanto el ingreso como el gasto difícilmente puedan vincularse a una jurisdicción provincial en particular para el caso de contribuyentes que realizan actividades dentro de varias jurisdicciones del territorio argentino.

En cuanto a regímenes de información, y a los efectos de fortalecer las actividades de fiscalización, consideraría muy conveniente limitar la deducción de pérdidas por este tipo de conceptos, para operaciones en que se haya cumplido con el deber de informar según el régimen de las RG 3421/12. Esto permitiría demostrar al contribuyente la importancia de dicho deber, con el fin de disuadir la

realización de operaciones sin sustancia, que reduzcan las bases imponibles del impuesto.

## **Capítulo VI: “CONCLUSIONES FINALES”**

### **6.1. Conclusiones finales del estudio de instrumentos derivados para la provincia de Santa Fe.**

Hoy en día la actividad agrícola en la provincia de Santa Fe es una de las más importantes y dinamizadoras, prueba de ello es su importante porcentaje de participación en el PBI provincial. Las características propias de la actividad la tornan muy volátil en relación al comportamiento de los precios, lo cual repercute en una rentabilidad del sector altamente variable e incierta. La clave de la rentabilidad en la actualidad ya no radica en un mero aumento de la producción, ni en las herramientas tradicionales que puede llegar a utilizar un productor agrario tales como la concertación de un seguro por ejemplo; sino en que las ventajas competitivas se obtienen cuando se conoce la variedad de alternativas disponibles en la comercialización de productos y el manejo del riesgo asociado a las mismas. Ha quedado demostrado que la utilización de instrumentos derivados resulta ventajosa dado que minimiza la volatilidad de los precios.

Los mercados financieros y de derivados son instituciones que cumplen un rol importante en la economía, la evidencia empírica analizada de ello nos muestra que países con economías fuertes como Estados Unidos cuentan con un mercado financiero muy desarrollado. Tener un mercado fuerte y líquido significa en una visión macro poder canalizar recursos monetarios antes destinados al ahorro a inversiones de tipo productivas; y en una visión micro a fomentar dinero disponible para créditos de esas inversiones, ofrecer fuentes de financiación alternativas estables a las tradicionales, además de dotar a los participantes de instrumentos financieros para poder incorporarlos como herramientas a su estrategia empresarial. En el caso puntual de los derivados se pueden utilizar forwards, futuros y opciones y swaps. Si bien los instrumentos derivados son más complejos que los títulos de renta variable, sus posibilidades de rendimiento son superiores.

Es oportuno señalar que, en algún punto, el hecho de comprar un derivado se asemeja a la compra de un intangible, el que a los ojos de un agropecuario pequeño o mediano lo hace poco atractivo o al menos, difícil de entender, ya sea por una cuestión cultural, por fallas en la escala de administración o de asesoramiento del riesgo. El mundo va cambiando y la dinámica de los mercados lleva a que aquellos que mejor se adapten a los cambios tendrán mayores chances en el futuro. En contraposición la estructura mental de la mayoría de los agropecuarios argentinos tiende a una fuerte preferencia a la estabilidad. Al día de

hoy la administración del riesgo precio es una práctica dinámica indispensable en la gestión empresarial del productor. Es un proceso donde se debe identificar: fuentes de incertidumbre, riesgos de la empresa y ver que activos disponibles se cuentan para mitigarlo. Es necesario que el productor entienda esto para incorporar la utilización de estas herramientas dentro de su estrategia integral a la hora de realizar su planificación empresarial.

Desde el punto de vista contable resulta interesante remarcar que la normativa argentina se va adaptando y alineando con las normas internacionales de contabilidad, lo que redundará en una mayor homogeneidad y comparabilidad.

Con respecto a la estructura impositiva, Argentina se adaptó para incluir contratos de derivados en los casos del Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado con arreglos convergentes a las recomendaciones internacionales, aunque con necesidad de mejoras. Sin embargo, aun existen inconsistencias en el caso de otros impuestos de alcance nacional y aquellos de jurisdicción local.

Las estrategias de coberturas sobre derivados agrícolas se diseñan en razón de necesidades particulares que cada productor puede llegar a tener. Quienes participan habitualmente en los mercados, trasladan el riesgo a terceros que lo asumen. Las expectativas y necesidades de los participantes son diferentes, los industriales, acopios por ejemplo necesitan fijar precios bajos y los productores precios altos. Como se evidenció en la obra, existen un sinnúmero de estrategias con derivados que un productor puede utilizar en pos de cubrirse de la variable precio, las mismas se deben usar siempre bajo ciertas circunstancias y de acuerdo a la proyección del mercado que posea (alcista, bajista, sin dirección.)

El mercado bursátil como el de derivados en nuestro país es muy limitado e ilíquido debido a la escasa cantidad de participantes y operaciones; la falta de desarrollo del mismo se debe a cuestiones de tipo: culturales, económicas y legales.

Si bien de a poco el mercado bursátil argentino ha ido creciendo de manera sostenida en los últimos años; para darle el empuje definitivo que requiere hace falta un cambio. Sin lugar a dudas el cambio tiene sus riesgos y para que el mismo sea experimentado por los individuos y los agricultores será necesario un cambio de cultura que va desde las normativas y tendencias que se vislumbran en las autoridades estableciendo reglas claras y que promuevan el uso de instrumentos derivados hasta una capacitación generalizada sobre el uso y beneficio de los

mismos. Se necesita un compromiso dirigencial por parte del gobierno para implementar una política integral de desarrollo, declarando el asunto como una política de estado y sancionar una serie de medidas tales como: inclusión de

Clausulas de netting para quiebra o concurso, disminución de impuestos a inversores extranjeros, programa integral de educación financiera obligatoria, entre otras.

## BIBLIOGRAFÍA:

- Ministerio de Agroindustria de la Nación Argentina con la colaboración del Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (INTA). (2018). “Manual de gestión y organización de la empresa agropecuaria”. pp. 9-10.
- Miguez, D. (2007). “Herramientas de gestión de riesgos agropecuarios. Los seguros, futuros y opciones agropecuarios en la empresa agropecuaria”. Oficina de Riesgo Agropecuario (ORA). Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca Argentino. pp 45-49.
- Pecar, M. y Miguez, D. (2006). “Herramientas para la gestión eficiente del riesgo agrícola”. pp. 31 -34
- Muñoz, N. (2006) “Desarrollo del Mercado de Capitales: Un imperativo de la economía”. Fondo editorial Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Puig, X. y Viladot, J. (1994) “Comprender los Mercados de Futuros”. pp. 24-25.
- Schimmel, W y Rodriguez, G. (2016). “Derivados agropecuarios y operaciones de cobertura. Aspectos técnicos y sugerencias de contabilización”. IX Jornada de Profesionales en Ciencias Económicas del Sur de Santa Fe.
- Sigifredo, L. (2015). “Instrumentos financieros derivados: Antecedentes y algunas cuestiones contradictorias”. Jornadas de especialización tributaria - Universidad Nacional de Córdoba.
- Fernandez Sabella, F. y Laiún, F. (2016). “El tratamiento de los resultados en Rofex en el impuesto a los ingresos brutos”.
- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Van Oudheusden, P. (2015) “The Global Findex Database 2014. Measuring Financial Inclusion Around the World”. World Bank Group. pp 11-12.
- Perez Barbeito, J. Gonzalez Osorio, C. Aspectos Esenciales de la Tributación de los Principales Instrumentos Financieros Derivados (Forwards, futuros, opciones y swap)
- Zurita, S. Gómez, L. (2003) Normativa de los Mercados Derivados en Chile.
- MARTIN, Julian A. y CASAL, Armando M., Instrumentos Financieros Derivados – Aspectos legales, fiscales, contables y de auditoría. Editorial Errepar, 2008.
- MORENO GURREA, José A., Los contratos de futuro de productos agrícolas y el impuesto sobre los ingresos brutos. Doctrina Tributaria ERREPAR (DTE), XXXIV 2013
- INDULSKI, Mariano: Tratamiento impositivo de los contratos derivados, en Suplemento de Actualidad - LL – marzo/2009.

- MARTIN, Julian A., Los aspectos controvertidos en instrumentos financieros derivados y la RG (AFIP) 3422, Doctrina Tributaria Errepar (DTE), XXXIV 2013.
- GRAND, Monica N., Instrumentos financieros derivados “equivalentes” y el impuesto al valor agregado. Doctrina Tributaria Errepar (DTE), XXVI 2005.
- CORTI, Marcelo, Los instrumentos financieros derivados y ciertas cuestiones relativas a su tratamiento tributario. Práctica Profesional La Ley 2013.
- Hull, J.C. (2002) Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Pearson. Prentice Hall
- KPMG Perú (2006) Circular N° 141. Instrumentos Financieros Derivados.