

---

# Productos derivados

## Algunas consideraciones para el diseño de un marco regulatorio

**Sergio Salinas Rivas**

Abogado. Master en Derecho, Yale University.

Master en Economía, Universidad del Pacífico.

Profesor de Economía y derecho mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

### 1 Introducción.

El objetivo de este artículo es doble: por un lado, presentar de manera simple y accesible a los estudiantes de Derecho<sup>(1)</sup> los principales aspectos económicos del funcionamiento de estos mercados; por otro, revisar la experiencia jurisprudencial en este tipo de transacciones presentada en mercados más desarrollados, para tomarla en cuenta al momento del diseño de la regulación aplicable en el Perú.

Se ha omitido recurrir a matemáticas complejas - que pueden serlo, sobre todo en lo que se refiere a técnicas de valoración de instrumentos<sup>(2)</sup>- porque ello no es necesario para los objetivos de este artículo y porque entendemos que los expertos en finanzas se encuentran mejor entrenados para ello. Tampoco incluimos un análisis del tratamiento contable y tributario de estas operaciones, materia sumamente importante que en nuestra legislación aún no ha sido desarrollada con suficiente detalle<sup>(3)</sup>.

Para tener una idea de la importancia de estos mercados, observemos algunas cifras: se estima que en 1992 se transó un capital nacional total de 17,643 trillones de dólares<sup>(4)</sup>, cifra que representa más de 1,400 veces el valor total actual de la capitalización bursátil de la Bolsa de Valores de Lima<sup>(5)</sup>, y más de 300 veces el Producto Bruto Interno peruano, tomando como referencia las cifras oficiales<sup>(6)</sup>. De hecho, en 1994 quebró el banco inglés Barings, luego que uno de sus empleados comprometiera el patrimonio del banco en operaciones especulativas en las bolsas asiáticas y perdiera a consecuencia de la caída bursátil originada por un terremoto que ocurrió en Japón<sup>(7)</sup>. El banco fue finalmente comprado por el banco holandés ING, para dar lugar a lo que hoy en día es ING Barings.

En el Perú, se viene utilizando desde hace algún tiempo este tipo de operaciones, sobretodo en el mercado privado desregulado (OTC), donde participan las empresas bancarias más importantes del

(1) Las nociones aquí presentadas pueden ser útiles inclusive a estudiantes de otras disciplinas no particularmente entrenados en esta materia.

(2) Los actuales premios Nóbel de economía (Fischer Black y Myron Scholes) han realizado trabajos muy importantes para entender y permitir el aprovechamiento de este tipo de instrumentos financieros. El modelo Black-Scholes es actualmente uno de los más utilizados internacionalmente para la valorización de este tipo de instrumentos.

(3) Para un mayor detalle de estos aspectos ver CHANCE, Don. *An Introduction to Derivatives*. 3ra.ed. 1995.

(4) Cifras según el *General Accounting Office, Financial Derivatives: Actions needed to Protect the Financial System*. Citado En: ROMANO, Roberta. *A thumbnail Sketch of derivatives securities and their regulation*. En: *Maryland Law Review*. 1996. Adviértase sin embargo, que esta cifra puede estar sobrestimada porque se refiere al capital nacional involucrado en las transacciones, que no es realmente la cantidad que está en juego.

(5) Según Boletín de la Bolsa de Valores de Lima, de fecha 23 de abril de 1999, el valor de la capitalización bursátil es de 12,000 millones de dólares actualmente.

(6) Se calcula que el PBI peruano es de alrededor de 55,000'000 millones de dólares. Debe advertirse, sin embargo, que se estima que dicha cifra se encuentra sobrevalorada en un 10%.

(7) ROMANO, Roberta. Op.cit.; pp.46, nota 122.

país. Se estima que para 1999 el valor total de las transacciones en el mercado de futuros de moneda extranjera en las mesas de dinero sobrepasen los 2,800 millones de dólares. De otro lado, la Comisión Nacional Superviso-ra de Empresas y Valores (CONASEV) hace poco ha autorizado el funcionamiento de la Bolsa de Productos, primer mercado organizado de *commodities* para transar estos contratos. Si bien es cierto, todavía no se encuentra operativa esta bolsa<sup>(8)</sup>, es de esperar que inicie sus actividades en el corto plazo, probablemente con productos agrícolas y minerales.

Pero, ¿qué es lo que realmente está en juego en estos mercados? ¿Son realmente un mecanismo que permite obtener una mayor eficiencia en el desarrollo de las actividades económicas? ¿Cómo debe regularse estos mercados? ¿Qué aspectos deben ser materia de regulación?

En la sección segunda de este artículo, se presenta una definición de este tipo de instrumentos, así como una descripción de los productos derivados típicos y de los principales usos para los que se puede aplicar este tipo de transacciones; en la sección tercera se describen las características principales de los mercados en los que pueden negociarse este tipo de contratos, con especial referencia a los aspectos que son materia de regulación en los mercados públicos; en la sección cuarta, se discute la experiencia jurisprudencial del mercado norteamericano haciendo hincapié en tres tipos de problemas: el uso indebido de los márgenes de garantía, la manipulación del mercado de derivados, la adecuación de la transacción a los objetivos financieros del cliente, y el ocultamiento fraudulento de información; por último, en la sección quinta se plantea una conclusión final.

## 2 Nociones básicas sobre productos derivados.

### 2.1 Definición.

Puede denominarse como producto derivado a **aquel instrumento cuya rentabilidad es determinada por el comportamiento de otro activo, denominado activo subyacente**<sup>(9)</sup>. Así por ejemplo, la opción de compra de una acción en el futuro, pactada a un precio fijado hoy, constituye un instrumento derivado, pues el valor de dicha opción de compra dependerá directamente del valor de la acción el día de ejercicio de la opción. Por ejemplo, si el precio fijado de la opción es de 5 nuevos soles y el precio de mercado de la acción es de 4 soles, el valor real de la opción es 1 nuevo sol. Del mismo modo, la obligación de vender en una fecha futura una determinada cantidad de moneda extranjera a un tipo de cambio determinado hoy es también un instrumento derivado, pues el valor del derecho otorgado dependerá del tipo de cambio vigente a la fecha en que es exigible la obligación.

La existencia de un mercado de productos derivados se explica fundamentalmente por las diferentes expectativas de los distintos agentes del mercado respecto de la evolución de los precios de los activos subyacentes. Esta diferente percepción es, finalmente, el elemento que genera la posibilidad de realizar intercambios mutuamente beneficiosos para las partes<sup>(10)</sup>. Por ejemplo, un inversionista puede esperar que el precio internacional de la plata suba en los próximos dos meses (la razón para ello no es realmente relevante para el funcionamiento del mercado) y, en consecuencia, encontraría beneficioso entrar en una transacción que le permita adquirir dentro de 60 días 100,000 onzas de plata al precio por onza de hoy. Las ganancias esperadas de tal transacción para él serían iguales al aumento esperado del precio de la plata por onza multiplicado por 100,000. Por el contrario, si otro inversionista considerara que el precio de la plata probablemente disminuirá en los próximos dos meses, encontraría deseable entrar en la transacción inversa. Ambas partes estarían mejor *ex-ante* si entraran en un contrato de futuro o *forward* sobre plata. El mercado de productos derivados permite esto.

(8) La existencia de este mercado puede ayudar a dinamizar el sector agrario, en la medida que permite a los productores agrarios vender su cosecha *ex-ante* mediante la venta de futuros. Estos contratos, a su vez, pueden servir para colateralizar créditos bancarios para financiar el proceso productivo.

(9) Cfr. CHANCE, Don. Op.cit.

(10) En el fondo, esto es cierto para cualquier tipo de transacción voluntaria de mercado.

## 2.2 Productos derivados típicos.

A continuación presentamos una breve descripción de los principales tipos de transacciones con productos derivados que se negocian actualmente en el mercado internacional. Debe anotarse, sin embargo, que a partir de éstos pueden diseñarse muchísimas combinaciones y estrategias de inversión en este tipo de instrumentos, de acuerdo a los intereses y nivel de riesgo que desee asumir el inversionista<sup>(11)</sup>.

### 2.2.1 Opciones.

Una opción es **un contrato en virtud del cual una persona adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender en el futuro un activo financiero a un precio determinado hoy**. El comprador de la opción generalmente debe pagar al vendedor de la opción una suma de dinero denominada prima por el otorgamiento de tal derecho.

Si el derecho otorgado consiste en la opción de **comprar** dicho activo, la opción se denomina *call*; si el derecho otorgado consiste en la opción de **vender** el activo, la opción se denomina *put*.

El precio pactado para ejercer la opción se denomina "precio de ejercicio" y la fecha de expiración del plazo para el ejercicio de la opción se denomina "fecha de expiración". El valor de la opción en cualquier día de su vigencia es igual a la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente, más el valor temporal de la opción.

El valor temporal de la opción refleja la probabilidad de un aumento en el valor de la opción hasta antes de la fecha de expiración; es decir, refleja las expectativas de los agentes económicos respecto de la evolución futura del precio del activo subyacente.

Dado que en la fecha de expiración esta probabilidad es cero, en ese momento el valor de la opción es exactamente igual a la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente.

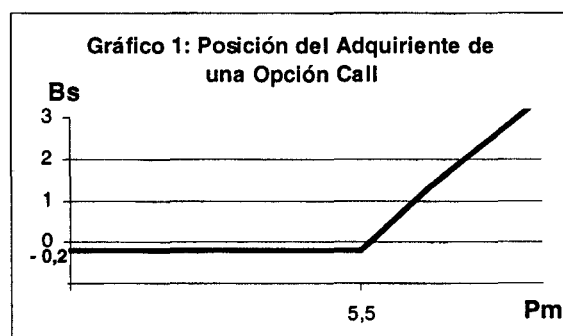
Pongamos algunos ejemplos simples.

Supongamos que el señor A celebra con el señor B un contrato de opción *call* para adquirir acciones de la empresa Telefónica del Perú en los siguientes términos:

Fecha del contrato	: 1 abril de 1998
Precio de ejercicio	: 5.50 soles
Fecha de expiración	: 30 de mayo de 1998
Prima	: 0.20 soles

Si el precio de mercado de la acción de Telefónica del Perú el 30 de mayo es de 6.80 nuevos soles, el valor de la opción en dicha fecha es 1.30 nuevos soles por acción (precio de ejercicio - precio de mercado). La ganancia para el señor A, quien asume la posición compradora<sup>(12)</sup>, es igual a 1.30 nuevos soles por cada acción que adquiera, menos la prima pagada. Si, por el contrario, el precio de mercado el día 30 de mayo fuera de 5 nuevos soles, el valor de la opción para el señor A sería de 0, pues dado que no está obligado a comprar las acciones, le resulta menos costoso simplemente adquirir las acciones en el mercado secundario y no ejercer la opción.

El gráfico 1 ilustra la posición del adquirente de la opción *call*:



El eje horizontal refleja los distintos precios que puede tener el activo subyacente al momento de su ejercicio. El eje vertical indica los distintos niveles de utilidad que puede obtener el inversionista para cada nivel de precios del activo subyacente.

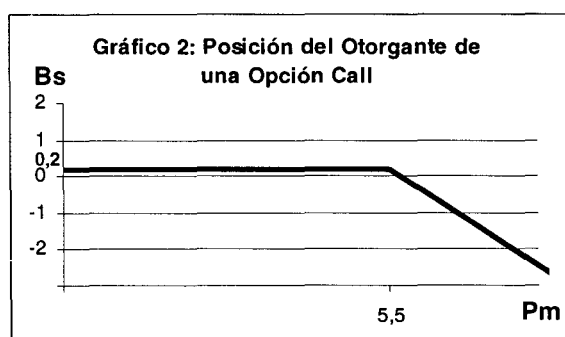
Obsérvese que en este caso las ganancias potenciales del inversionista son ilimitadas, pues el

(11) Existen en la actualidad una gran gama de productos derivados denominados "exóticos" que cubran específicamente las necesidades del cliente. Este tipo de productos, particulares para cada inversionista, normalmente son negociados en el mercado privado.

(12) En la terminología bursátil se denomina a las partes que asumen la posición vendedora en el contrato "cortos" (*short*), pues se obligan a entregar en el futuro valores o *commodities* que aún no poseen; mientras que, inversamente, se denomina "largos" (*long*) a las que asumen la posición compradora.

precio de mercado puede subir infinitamente, mientras que las pérdidas se limitan únicamente al costo de la opción (la prima=0.20 nuevos soles). Ello porque si el precio de mercado de la acción de Telefónica es menor al precio de ejercicio de la opción (5.50 nuevos soles), ésta simplemente no se ejerce.

El gráfico 2 resume la posición del inversionista que otorga la opción *call*, quien asume la posición vendedora. En este caso, su posición es la inversa del adquirente: las pérdidas potenciales del inversionista son ilimitadas, pues el precio de mercado puede subir infinitamente, mientras que las ganancias se limitan únicamente a la prima cobrada (0.20 nuevos soles).

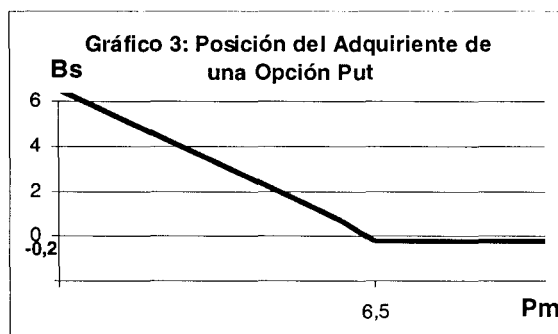


Supongamos ahora que el mismo señor A celebra con el señor B un contrato de opción *put* para vender sus acciones de la empresa Telefónica del Perú en los siguientes términos:

- Fecha del contrato : 1 abril de 1998
- Precio de ejercicio : 6.50 soles
- Fecha de expiración : 30 de mayo de 1998
- Prima : 0.20 soles

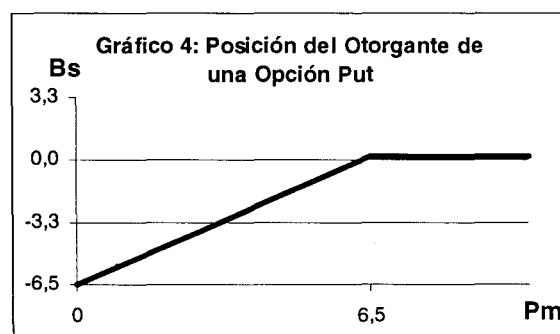
Si el precio de mercado de la acción de Telefónica del Perú el 30 de mayo es de 5.80 nuevos soles, el valor de la opción en dicha fecha es 0.7 nuevos soles (precio de ejercicio - precio de mercado) por acción vendida. La ganancia para el señor A (comprador) es igual a 0.7 nuevos soles por cada acción que venda menos la prima pagada. Si, por el contrario, el precio de mercado el día 30 de mayo fuera de 7 nuevos soles, el valor de la opción para el señor A sería 0, pues dado que no está obligado a vender sus acciones, le resulta más rentable simplemente venderlas en el mercado a 7 nuevos soles y no ejercer la opción.

El gráfico 3 ilustra la posición del adquirente de una opción *put*:



Obsérvese que, en este caso, las ganancias potenciales del inversionista son limitadas, pues el precio de mercado de la acción no puede ser menor a 0. A su vez, las pérdidas también son limitadas, pues si el precio de la acción sube por encima del precio de ejercicio de la opción ésta simplemente no se ejerce y, por lo tanto, la pérdida se limita únicamente al costo de la opción *put* (la prima pagada).

La situación del inversionista que otorga la opción *put* (vendedor) es la inversa (ver gráfico 4): las pérdidas potenciales del inversionista son limitadas (hasta 6.5 nuevos soles por acción que deba adquirir), pues el precio de mercado no puede ser menor a 0; mientras que las ganancias se limitan únicamente a la prima, dado que si el precio de mercado es mayor a 6.5 nuevos soles la contraparte simplemente no ejerce la opción.



Debe distinguirse entre la opción europea y la opción americana. Se conoce como opción americana aquella que puede ser ejercida en cualquier momento hasta la fecha de expiración, mientras que la opción

europea sólo puede ser ejercida en la fecha de expiración. La diferencia entre ambas radica fundamentalmente en que la primera es generalmente más líquida, pues no sólo puede ser negociada en el mercado secundario, sino que puede ser liquidada (ya sea en efectivo o mediante la entrega física del activo subyacente) en cualquier momento que lo decida su tenedor, solicitándolo directamente al obligado; mientras que la europea, aún cuando puede negociarse en el mercado secundario, sólo podrá ser finalmente ejercida al vencimiento, por lo que su precio normalmente tiende a ser menor.

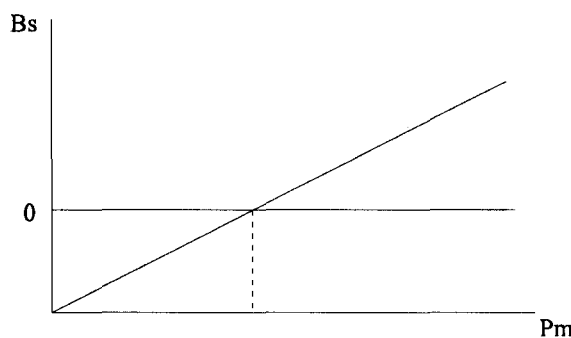
Las opciones se negocian tanto en mercados públicos como privados, dependiendo de las necesidades, volúmenes y preferencias de los contratantes<sup>(13)</sup>.

### 2.2.2 Futuros.

Un futuro es **un contrato en virtud del cual una persona se obliga a comprar o vender en el futuro un activo a un precio determinado hoy.**

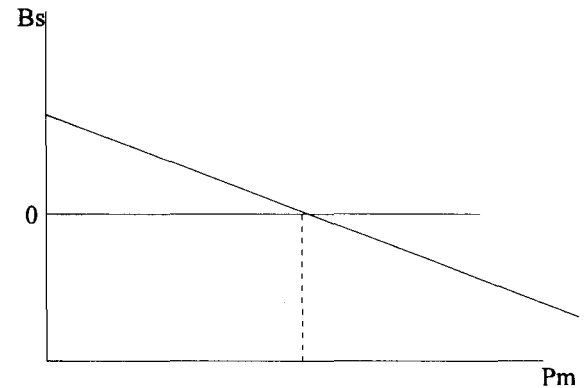
La principal diferencia con la opción es, pues, que el contratante no tiene el derecho, sino la obligación de efectuar la transacción en el futuro, lo que implica un mayor riesgo.

El gráfico 5 ilustra la posición del adquirente de un futuro:



En este caso las ganancias potenciales del inversionista son ilimitadas, pues el precio de mercado puede subir indefinidamente; mientras que las pérdidas son limitadas, pues el precio no puede ser menor a 0. Veamos ahora la posición del vendedor del futuro. El

gráfico 6 ilustra el punto:



Obsérvese que las ganancias potenciales del vendedor son limitadas (hasta 6.5 nuevos soles por acción que venda), pues el precio de mercado no puede ser menor a 0, mientras que las pérdidas pueden ser ilimitadas, porque el precio puede subir infinitamente. El futuro se negocia únicamente en mercados públicos regulados, por lo que sus términos y condiciones son estandarizados.

### 2.2.3 Forwards.

Un contrato *forward* es exactamente igual a un futuro, con la única diferencia de que sus términos no son estandarizados y no se negocian en un mercado público, sino que son diseñados específicamente para adecuarse a las necesidades de las partes contratantes y se negocian en el mercado privado (*over-the-counter*). Esto significa que el régimen legal aplicable es sustancialmente diferente al de los futuros.

### 2.2.4 Swaps.

Un *swap* es un contrato en virtud del cual dos partes acuerdan intercambiar una serie de flujos futuros de dinero a lo largo de un período de tiempo, calculados en función a fórmulas previamente determinadas. Los pagos a efectuar por cada una de las partes se liquidan a la finalización de cada periodo pactado (trimestre o semestre) y son determinados aplicando la fórmula respectiva a un capital “nacional” o hipotético de la transacción, que no cambia de manos y, por lo tanto, no está en riesgo. Las partes únicamente intercambian

(13) En el Perú, la mayor parte de estas transacciones se realizan en el mercado privado. Ver sección 3.2 del presente artículo.

al final del periodo correspondiente las diferencias entre lo que debe pagar cada uno; es decir los saldos netos<sup>(14)</sup>.

Un *swap* puede también entenderse como una serie de contratos *forward*. Por ejemplo, un *swap* de tasas de interés en el cual una parte se obligue a pagar a una tasa fija y la otra a una tasa variable produciría resultados equivalentes en cada período que un contrato *forward* sobre tasas de interés, en el cual las partes se obliguen a pagar intereses exactamente a las mismas tasas. Obviamente, esto es posible dado que las variables, en función a las cuales se pacta el cálculo de los montos a pagar por cada parte en cada periodo del contrato *swap*, pueden también pactarse en un contrato *forward* de duración equivalente, con lo cual el resultado para cada periodo del *swap* sería idéntico al *forward* respectivo. En consecuencia, una serie de contratos *forward* serían equivalentes a un contrato *swap*. Sin embargo, dado que tendría que negociarse separadamente un contrato *forward* por cada período, en vez de un único contrato *swap*, los costos de transacción asociados son mayores en el primer caso. Así, si se busca estabilizar un flujo futuro de pagos y no un pago de una sola vez, el *swap* resultaría más conveniente.

Los contratos *swaps* son diseñados en función a las necesidades de las partes y, en consecuencia, no se transan en mercados organizados, sino en mercados privados<sup>(15)</sup>.

### 2.3 Funciones.

Las principales funciones para las cuales puede efectuarse transacciones con productos derivados son

los siguientes:

#### 2.3.1 Administración del riesgo.

Uno de los principales usos de los productos derivados es la administración del riesgo del inversionista. Una correcta administración del riesgo reduce el costo de hacer negocios, lo que en mercados competitivos debe traducirse en menores costos para los consumidores. Este es, probablemente, el principal impacto benéfico del mercado de productos derivados sobre la actividad económica y sobre el nivel de bienestar general de la sociedad<sup>(16)</sup>.

Por ejemplo: supongamos que un empresario textil ha adquirido maquinarias en el exterior por 5 millones de dólares. De acuerdo a los términos de su contrato dicho empresario deberá pagar los cinco millones de dólares dentro de 60 días, pero sus ingresos están denominados en soles. Puede ser que en 60 días el tipo de cambio dólar/nuevo sol haya subido significativamente, obligando al empresario a destinar más soles para comprar esos 5 millones de dólares en el mercado. Para eliminar el riesgo de dicha fluctuación en el precio de la divisa, el empresario puede entrar en una transacción *forward* o adquirir una opción *call* para comprar los dólares dentro de 60 días, fijando el tipo de cambio hoy. De esta manera, el empresario sabe hoy exactamente cuánto va a tener que pagar por los cinco millones de dólares (salvo que el tipo de cambio disminuya y decida no ejercer la opción).

Otro ejemplo es el caso de la cobertura del riesgo financiero asociado a la emisión de valores.

Supongamos que una empresa decide financiarse

(14) Uno de los *swaps* más conocidos es el denominado “*plain vanilla*” *swap* sobre tasas de interés, en el cual una de las partes se obliga a efectuar pagos a una tasa fija predeterminada, mientras que la otra se obliga a efectuar pagos a una tasa variable, en ambos casos calculados en base a un capital notional previamente fijado por las partes. Usualmente, una de las contrapartes es una institución financiera que simultáneamente entra en un contrato inverso con otra contraparte para efectos de cubrir su exposición. Para que esto sea posible es necesario que existan suficientes especuladores dispuestos a asumir el riesgo de la operación. La institución financiera intermediaria gana por sus servicios un margen denominado *bid-ask spread*, igual al diferencial en las tasas fijas cargadas en los respectivos contratos.

(15) La *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), una asociación de participantes en el mercado de *swaps*, ha elaborado un contrato modelo que define los términos principales del instrumento y los principales eventos que constituyen incumplimiento o terminación anticipada del contrato. Uno de los principales aspectos legales que usualmente preocupan a los *dealers* en estos mercados es la validez de las cláusulas sobre compensación de saldos entre las partes en caso de quiebra de alguna de ellas. Estas cláusulas usualmente establecen el derecho de la parte acreedora de compensar las deudas de su contraparte en un contrato con las acreencias que le corresponda en otros; sin embargo, en la práctica ello significa el establecimiento, por la vía convencional, de un crédito preferencial sobre la masa del quebrado incompatible con las reglas que regulan los procedimientos de quiebra o insolvencia en la mayoría de legislaciones.

(16) Cfr. ROMANO, Roberta. Op.cit.; pp.5.

emitiendo bonos estructurados<sup>(17)</sup>. Dado que la rentabilidad del bono estructurado depende de la variación de los precios de los activos que integran la canasta referencial, existe un riesgo de que el costo del financiamiento resulte demasiado elevado para la empresa. En tales casos, puede resultar conveniente para el emisor adquirir opciones de compra de los valores que integran la canasta por un monto nominal equivalente al monto total del principal de los bonos colocados, a un precio de ejercicio igual al precio inicial de los valores. De esta manera, el rendimiento de las opciones adquiridas será exactamente igual al rendimiento de la canasta de referencia en base a la cual se calcula el rendimiento de los bonos, con lo cual se elimina el riesgo financiero del emisor. Es decir, el emisor fija el costo del financiamiento hoy, que sería igual a la tasa de interés que reditúe el bono más el costo de las opciones adquiridas.

### 2.3.2 Especulación financiera.

Otro uso posible de los productos derivados es la especulación financiera. Por ejemplo, si un individuo espera que el precio de la acción de Telefónica del Perú va a subir durante los próximos 90 días en un 30%, podría adquirir una opción de compra de estas acciones cuyo precio de ejercicio es el precio actual. Si el precio efectivamente sube, el individuo puede ganar hasta 30% con una inversión de únicamente la prima a pagar a la contraparte. Uno de los atractivos de esta modalidad de especulación es que la cantidad realmente en riesgo es relativamente baja, pues no hay necesidad de adquirir los valores para tener derecho a percibir los beneficios de un incremento de su cotización, sino únicamente pagar una prima, en lo que constituye una suerte de apalancamiento bursátil.

Se ha criticado este tipo de transacciones argumentando que no generan realmente riqueza, sino

que únicamente permiten su paso de un bolsillo a otro. Sin duda, la probabilidad de perder fortunas a través de este tipo de mercados es bastante alta<sup>(18)</sup>. Baste recordar el caso del banco Barings antes comentado.

---

Los mercados de productos  
derivados pueden cumplir un rol  
importante en la reducción de los  
riesgos asociados a hacer negocios  
en el país y por ende, puedan  
redundar en un mayor beneficio para  
los consumidores y para la sociedad  
en su conjunto.

---

En esta línea de razonamiento parece ubicarse un ex-director de regulación del mercado de la SEC<sup>(19)</sup> quien sostiene que no debiera autorizarse la negociación de instrumentos derivados que no cumplan una finalidad económica, por ser contraria al espíritu de la *Securities Exchange Act* (SEA) de 1934. Así, sugiere que la negociación de instrumentos derivados que sólo tengan por objeto la especulación y no la administración del riesgo no debieran ser autorizados: su argumentación es que los beneficios que tales transacciones puedan generar para las partes son más que compensados por los perjuicios causados por la probabilidad de manipulación del mercado y pérdida de confianza de los inversionistas.

Sin embargo, dos cosas pueden decirse respecto a este tema: a) la especulación en este tipo de instrumentos cumple un rol fundamental en el funcionamiento del mercado: dado que los demandantes de cobertura o *hedgers* difícilmente puede encontrar un demandante de cobertura interesado en tomar exactamente la posición contraria, los especuladores juegan un papel esencial para

(17) Se trata de instrumentos en los cuales la rentabilidad está ligada al rendimiento de una canasta de referencia de valores:  $r = Vn +$  rendimiento de la canasta; donde  $r$  es el rendimiento del bono y  $Vn$  es su valor nominal.

El rendimiento de la canasta refleja fundamentalmente el cambio en el precio de los valores incluidos en la canasta durante el periodo de vigencia de los bonos, debidamente ponderados por el peso asignado a cada valor dentro de la canasta.

(18) Este tipo de problemas ha dado lugar también a que se cuestione la moralidad de este tipo de transacciones, pues los riesgos que asume el inversionista pueden afectar en algunos casos su propia estabilidad.

(19) Cfr. ROMANO, Roberta. Op.cit.; pp.76.

equilibrar la oferta y demanda<sup>(20)</sup>; y b) la especulación en general es un mecanismo de mercado que permite ir amortiguando las variaciones de los precios de los bienes y servicios debido a probables cambios significativos en las condiciones futuras de los mercados. Por ejemplo, si un gobierno anuncia la liberalización de un mercado cualquiera, y se espera que la misma genere un incremento de la eficiencia de las empresas que participan en dicho sector, es probable que algunos inversionistas decidan adquirir acciones (u opciones de compra de las mismas) de dicha empresa hoy, esperando obtener una ganancia cuando la liberalización finalmente ocurra. Este proceso genera un incremento progresivo del precio de las acciones que “amortigua” a lo largo de un período de tiempo el cambio en el valor real de la empresa que recién va a ocurrir cuando la liberalización finalmente ocurra. Sin embargo, la actividad es especulativa pues puede ser que finalmente el gobierno desista de efectuarla (por razones políticas, por ejemplo).

Además, el interés de los agentes probablemente “encontraría” una forma de efectuar transacciones de este tipo (probablemente a un costo mayor) así como usualmente se crean mercados negros cuando el Estado prohíbe algún tipo de mercado, con el problema más grave aún de que el Estado pierde la capacidad de control o regulación de estos mercados<sup>(21)</sup>.

### 2.3.3 Financiamiento.

Los productos derivados también pueden ser utilizados para el financiamiento empresarial. El instrumento típico utilizado para ello es la emisión de bonos convertibles en acciones; en estos casos el inversionista adquiere el derecho a percibir una renta y, adicionalmente, bajo ciertas condiciones, a canjearlos

por acciones de la empresa emisora. El valor del instrumento en tal caso es igual a la tasa de interés implícita más la diferencia entre el precio de canje del bono y el precio de mercado de la acción<sup>(22)</sup>.

### 2.3.4 Formación de precios.

El mercado de productos derivados permite lograr una mejor formación de los precios de los activos subyacentes en el mercado secundario, pues provee de información relevante sobre la percepción de los inversionistas respecto de la evolución futura de sus precios. En efecto, al fijar el precio de ejercicio hoy las partes que entran a un contrato de opción, *forward* o futuro, están indicando su percepción del movimiento futuro de los precios del activo subyacente para el periodo pactado, lo que constituye información relevante para la formación de los precios en el mercado del activo subyacente.

## 3 Regulación de las transacciones con productos derivados.

Existen dos tipos de mercados para la negociación de productos derivados: el mercado privado desregulado y el mercado público regulado, usualmente organizado y administrado por una entidad privada rectora<sup>(23)</sup>. Desde un punto de vista regulatorio, entendemos que la distinción responde a las características de los agentes involucrados: si las partes contratantes son el público en general se justifica la intervención reguladora del Estado, en la medida que problemas de información asimétrica y la existencia de un fuerte potencial para un comportamiento oportunista por parte de los intermediarios especializados, hace necesario el establecimiento de

(20) “Los inversionistas especuladores juegan un papel vital en el mercado de futuros, al asumir precisamente el riesgo que los *hedgers* desean evitar, y al brindar la profundidad y volumen al mercado necesario para que los *hedgers* puedan acceder a la cobertura que requieren”. BYRNE, Matthew Jr, Juez de Distrito. En: *Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc.* C.D., 1986.

(21) Sin embargo, la libertad de elegir del individuo le permite escoger cuál inversión o transacción le resulta más conveniente para maximizar su bienestar; lo contrario significaría otorgar al Estado una suerte de poder de sustitución de la voluntad individual, bajo argumentos esencialmente paternalistas que a lo largo de la historia han probado ser, incluso a pesar de las buenas intenciones, perniciosos.

(22) Dado que una parte del instrumento es un bono común y una parte es equivalente a una opción de compra de una acción, este instrumento se conoce también como un “híbrido” entre renta fija y derivados.

(23) Tomamos esta definición de la legislación española. Ver Real Decreto No. 1814/1991, según ha sido modificado por el Real Decreto No. 695/1995.



reglas de protección de sus intereses. Por el contrario, tratándose de agentes con un grado de sofisticación o experiencia en este tipo de transacciones, entendemos que no se requiere una regulación especial, adicional a la provista por la propia legislación contractual.

### 3.1 Mercados públicos regulados.

La regulación del mercado público de derivados<sup>(24)</sup> difiere un tanto según si se trata de mercado de futuros o de opciones, especialmente en lo relacionado con las reglas de administración del riesgo de la transacción, pues en el segundo caso sólo una de las partes asume obligaciones. No obstante, toda vez que el objetivo de este trabajo no es estudiar un tipo específico de contratos derivados, en esta sección vamos a referirnos a los principales aspectos comunes a tomar en cuenta al regular la organización del mercado público de productos derivados.

a) Estandarización.- Dado que en este mercado las transacciones se efectúan en mecanismos centralizados de negociación (como la Bolsa de Productos, por ejemplo), los contratos son estandarizados para efectos de facilitar su libre transferibilidad<sup>(25)</sup>. Se homogenizan ciertas condiciones típicas del contrato tales como activo subyacente (trigo, arroz, plata, etc.); cantidades involucradas en cada contrato (500 sacos de 50 kilos cada uno; 500 onzas, etc.); fechas y mecanismos de liquidación, entre otros, de manera que se puedan transar libremente entre los inversionistas<sup>(26)</sup>.

Los únicos aspectos que son negociables por las partes son el precio, la cantidad de contratos y la fecha de liquidación. El juez de distrito Matthew Byrne sostiene, refiriéndose al mercado de futuros<sup>(27)</sup>: “Los contratos de futuros deben ser fungibles para que los especuladores puedan entrar en transacciones inversas y así cancelar sus posiciones sin efectuar realmente entrega de los commodities. En consecuencia, los contratos de futuros sobre commodities deben ser

uniformes en cuanto a cantidad, calidad, tiempo y lugar de entrega. El único aspecto relevante no estandarizado del contrato es el precio”.

b) Mecanismos de Liquidación.- La liquidación de los contratos derivados generalmente puede efectuarse de dos maneras, a opción del obligado: a) compensando sus posiciones mediante la adquisición de la posición inversa en otros contratos similares; b) a través de la entrega física del producto subyacente. Debe observarse que, tratándose de *commodities*, la entrega física no significa la entrega de la mercadería, sino la entrega debidamente endosados de certificados de depósito de la mercadería expedidos por un almacén previamente aprobado por la sociedad rectora, ubicado dentro o fuera de la localidad donde opera la bolsa, que acredite asimismo que el producto ha sido debidamente inspeccionado y clasificado<sup>(28)</sup>.

c) Intermediación privativa.- La negociación de contratos derivados sólo puede efectuarse a través de un intermediario debidamente autorizado por el organismo regulador del mercado y registrado ante la sociedad rectora de la bolsa correspondiente. El objeto de esto es, por un lado, restringir el acceso a personas que cuenten con un conocimiento y experiencia suficiente para operar adecuadamente en el mercado, considerando el grado de complejidad que pueden presentar estas operaciones; y, por otro, asegurar la solvencia económica de los participantes, dado el nivel de riesgo implícito en estas transacciones.

d) Mecanismos de reducción del riesgo crediticio.- Como se ha indicado anteriormente, el nivel de apalancamiento en estos mercados es bastante alto, por lo que existe un alto riesgo de incumplimiento contractual al momento de expiración de los contratos. Para minimizar este tipo de problemas, se requiere la implementación de reglas especiales de reducción del riesgo entre las que podemos citar:

d.1) Mecanismos de compensación diaria de

(24) Únicamente se negocian en los mercados públicos las opciones y los futuros, pues los *forwards*, *swaps* y otras combinaciones se negocian en el mercado privado.

(25) Tales como los futuros o las opciones estandarizadas.

(26) *Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc.* 644 F.Supp.1381 (C.D.Cal.1986).

(27) Cfr. opinión del juez Gibson del octavo circuito. En: *Cargill, Inc vs. Hardin.* 452 F 2d.1154, 1971.

(28) NEW YORK COTTON EXCHANGE. Informe *Amicus Curiae*. Presentado en el procedimiento *Volkart Brothers, Inc. vs. Freeman* de 1962, seguido ante el Quinto Circuito Federal. En 311 F.2d.52. 1962.

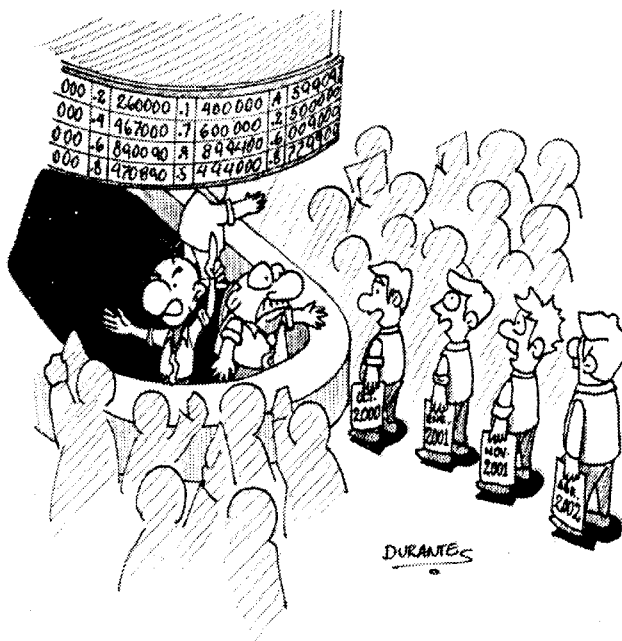
posiciones.- Un mecanismo generalmente usado en el mercado público de futuros es la exigencia de márgenes de garantía, de manera que los inversionistas que enfrentan pérdidas en su posición contractual -debido a las variaciones en el precio del activo subyacente- deben reponer diariamente el monto de las pérdidas del día, conforme a un procedimiento -comúnmente denominado *mark-to-market*<sup>(29)</sup>- establecido por la propia sociedad rectora del mecanismo centralizado de negociación. Así, el riesgo de incumplimiento contractual a la fecha de vencimiento se reduce sustancialmente.

d.2) Participación de una sociedad rectora (*clearing-house*).- Otro mecanismo utilizado comúnmente para generar confianza de los inversionistas en la integridad del mercado es la participación de la sociedad rectora respectiva como contraparte en cada uno de los contratos derivados celebrados en la bolsa respectiva. El juez Byrne, del distrito judicial de California explica: "(...) cada mercado tiene afiliada una sociedad rectora que se sustituye como comprador frente a cada vendedor, y como vendedor frente a cada comprador. Esta sustitución ocurre al final del día; a partir de entonces las partes contratantes quedan obligadas únicamente frente a la sociedad rectora<sup>(30)</sup>".

Así, la transacción se realiza con la empresa rectora de la bolsa o *clearing house*. En tales casos, el riesgo de incumplimiento desaparece porque es el propio *clearing house* el que responde frente al contratante. En el Perú, de acuerdo a las disposiciones vigentes existe un intermediario autorizado a operar en la bolsa de productos y además es la propia bolsa la que actúa como *clearing house*.

d.3) La autorregulación.- La práctica internacional tiende hacia una mayor autorregulación de los mercados organizados de productos derivados<sup>(31)</sup>.

Los propios agentes interesados se organizan para constituir una sociedad rectora que tiene por objeto administrar y organizar el mercado, y preparan sus propios contratos y reglamentos. Dichos documentos son aprobados por el órgano regulador del mercado correspondiente. Es el caso de Inglaterra, España y recientemente Perú.



### 3.2 Mercados privados desregulados.

Este es el mercado conocido como *over-the-counter* (OTC)<sup>(32)</sup>. En este caso no existen regulaciones especiales aplicables, sino que las partes realizan sus transacciones directamente sin la participación de intermediarios ni de un *clearing house*.

Dado que no existen los mecanismos organizados de transacción propios del mercado público regulado, el riesgo de la transacción depende fundamentalmente de la contraparte. Por tal razón este mercado normalmente se limita a instituciones y empresas grandes, tales como bancos o las principales

(29) Cfr. CHANCE, Don. Op.cit.; pp.244.

(30) Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc. 1986. Op.cit.

(31) En 1921, el Congreso de los Estados Unidos de Norteamérica dictó la *Futures Trading Act* por la cual se autorizó a la Secretaría de Agricultura a designar como Mercado Organizado de Contratos de Futuros (*Contract Markets*) a mecanismos centralizados de negociación que cumplan con establecer reglas para prevenir la manipulación de precios y la diseminación de información errónea. Estas atribuciones (y otras más referidas a estos mercados) fueron trasladadas a la *Commodities Futures Trading Commission* en 1974 al dictarse la *Commodities Futures Trading Commission Act*.

(32) Nos referimos a los *forwards*, las opciones no estandarizadas, los *swaps*, etc.

empresas del país que pueden alcanzar un adecuado nivel de riesgo crediticio. Es esta confianza recíproca entre las partes la que finalmente actúa como mecanismo de *enforcement* de los contratos.

No obstante tales riesgos, existen algunas ventajas de este mercado respecto del mercado público regulado: a) los contratos son diseñados a la medida de las necesidades de los contratantes y no necesitan ser estandarizados; b) el mercado es privado, y por lo tanto no hay necesidad de proporcionar información pública sobre las transacciones efectuadas; y c) el mercado es esencialmente desregulado, con lo cual se eliminan una serie de requisitos burocráticos y existe libertad para ofrecer cualquier tipo de productos derivados.

Debe observarse que la legislación usualmente aplicable a este tipo de transacciones es la legislación contractual común. No obstante, existen asociaciones como la *International Swap Dealers Association (ISDA)*<sup>(33)</sup> que agrupan a los principales participantes en estos mercados, y que regularmente plantean recomendaciones respecto de los términos y condiciones a incorporarse en estos contratos, que son referenciales para las partes.

#### 4 Algunos problemas típicos: análisis jurisprudencial.

En esta sección presentamos una discusión sobre algunos problemas que pueden presentarse en la negociación de contratos derivados y que, entendemos, requieren una atención especial del regulador<sup>(34)</sup>. Hemos considerado conveniente ilustrar la problemática planteada con casos reales tomados de la experiencia norteamericana, para a partir de allí efectuar recomendaciones respecto de las opciones regulatorias a seguir para corregir potenciales fallas de este tipo en el mercado de productos derivados peruano.

(33) Cfr. nota 14.

(34) Por ejemplo, las transacciones en opciones de una empresa pueden ser utilizadas para aprovechar información privilegiada. Al respecto, ver SEC, *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders, Derivative Securities Rules*, Release No. 28,869. 1991

(35) *Craig vs. Refco, Inc.*, 624 F. Supp. 944 (N.D. Ill. 1985)

#### 4.1 Aplicación de los márgenes de garantía en el mercado de futuros.

Es bastante frecuente que las reglas de negociación en el mercado de futuros requiera que la contraparte realice depósitos de garantía, bien sea al intermediario (*broker*) o a la sociedad rectora, para cubrir el riesgo de incumplimiento contractual al vencimiento del contrato. Estos depósitos se denominan “márgenes de garantía”. Dado que los depósitos se efectúan al inicio del contrato y se reajustan hacia arriba o hacia abajo durante todo el tiempo de vigencia del contrato, en función de las variaciones diarias del precio de los activos subyacentes, existe un periodo de tiempo en el que el dinero puede generar intereses o ser invertido. ¿A quién corresponde dicha ganancia? La falta de claridad de la regulación sobre este aspecto puede generar posteriores conflictos entre las partes, como se ilustra con los casos siguientes.

En *Craig vs. Refco, Inc.* (1985)<sup>(35)</sup>, el demandante señor Craig cuestionó la práctica de su *broker* de retener para sí las ganancias derivadas de la inversión del margen de garantía colocado por Craig en conexión con la adquisición de unos contratos de futuros efectuados por él. El demandante sostiene que tales ganancias deben ser consideradas propiedad del cliente y no del *broker*, y en consecuencia deben devolverse a aquél en la misma oportunidad que el margen de garantía colocado. El demandado, por su parte, sostiene que aún cuando en principio pueda parecer lógica la solicitud del señor Craig, es contraria a la intención del Congreso norteamericano al promulgar la *Commodities Exchange Act* (CEA). El juez de distrito Moran opinó a favor del demandado.

En su argumentación el señor Craig explica que conforme a lo dispuesto por la sección 4.d.2 de la CEA, todos los depósitos recibidos por los *brokers* de los clientes para cubrir márgenes de garantía deben ser tratados como propiedad del cliente. En tal sentido, la norma específica que tales fondos deben ser

contabilizados separadamente de la contabilidad del *broker*, que no pueden ser usados para cubrir márgenes de otros clientes o para otorgar créditos a terceros, y que pueden ser invertidos en ciertos activos de alta liquidez. No obstante, continúa el señor Craig, la Regulación 1.29 expedida por la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) estableció que los *brokers* tienen derecho a retener cualquier ganancia derivada de las inversiones de los márgenes de garantía colocados por sus clientes, en una interpretación contraria a la sección 4.d.2 de la CEA y a la intención del Congreso norteamericano. El juez Moran consideró que si bien la redacción del artículo correspondiente de la CEA era ambigua, una revisión de los antecedentes legislativos aclaraba, sin lugar a dudas, que la verdadera intención de los congresistas norteamericanos era permitir que los *brokers* se apropiaran de las ganancias, entendiendo que si los *brokers* asumen el riesgo de cualquier disminución del valor de los fondos debido a tales inversiones les corresponde, por equidad, recibir también las ganancias.

Desde el punto de vista regulatorio, y al margen de las construcciones legales, la justificación para una regla como la contenida en la Regulación 1.29 parece ser clara: si el riesgo de una disminución del valor de la garantía debía ser asumido por el *broker*, resulta racional para procurar una correcta utilización de los fondos que las ganancias también correspondan a los *brokers*<sup>(36)</sup>. De no ser así, los *brokers* estarían mejor simplemente no invirtiendo el dinero; pues si lo pierden deben reponerlo y si ganan deben trasladarlo al cliente. Esto es particularmente cierto en el caso de legislaciones que, como la norteamericana, obligan al *broker* a reponer cualquier deficiencia de los márgenes de sus clientes con su propio dinero<sup>(37)</sup>. Naturalmente, no invertir el dinero puede ser una opción legislativa, pero aparentemente ello sólo produciría una pérdida

de fondos disponibles para su utilización en la economía, sin generar beneficios para nadie.

Sin embargo, cabe una segunda opción legislativa, que consiste en determinar que las ganancias corresponden al cliente, y que los montos depositados en calidad de margen de garantía deben ser colocados en activos de bajo riesgo, como depósitos bancarios, por ejemplo. En tal caso, el riesgo de reposición de la garantía sería asumido por el propio cliente, y las ganancias podrían usarse para cubrir eventuales déficits de garantía debidos a cambios en las cotizaciones de los activos subyacentes.

La sentencia del juez Moran fue apelada y luego confirmada por la Corte de Apelaciones del séptimo distrito judicial. La sentencia confirmatoria hace una importante apreciación: que de acuerdo a ley el *broker* tenía derecho a las ganancias derivadas de la inversión de los márgenes, pero las partes podrían pactar en contrario. El argumento de la corte es que “individuos con la suficiente experiencia y conocimiento como para invertir en instrumentos altamente especulativos como los futuros en *commodities* están en capacidad de entender estipulaciones contractuales de este tipo y, si no les agradan negociar algo diferente (...) Así como la CEA permite a los inversionistas escoger las transacciones que deseen hacer, también les permite diseñar su relación contractual con el *broker* con la misma libertad”.

Veamos otro caso. En *Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc.*<sup>(38)</sup>, el demandante señor Marchese solicita una declaración judicial en el sentido de que los intereses generados por la inversión de los márgenes de garantía efectuada por el *broker* (Shearson) no pueden ser retenidos por éste en exceso de las comisiones a que tiene derecho por la prestación de sus servicios. Una particularidad del caso es que se trata de una acción de clase (*class action*), es decir, presentada en favor de todos los clientes que, dentro

(36) “El esquema planteado en la CEA y sus regulaciones es simplemente una codificación de una proposición simple: quien asume un riesgo debe también recibir los beneficios de dicho riesgo”. Cita textual de la sentencia expedida por el juez Moran. En el mismo sentido, ver la opinión del fiscal, Departamento de Agricultura de los E.U.A. del 11 de setiembre de 1941: “los *brokers* deben recibir cualquier beneficio o ingreso derivado de tales inversiones, para así incentivarlos a asumir el riesgo de la inversión”. Citado por el juez de distrito Byrne en el caso *Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc.* 1986.

(37) El *broker* debe poner su propio dinero en la cuenta del cliente si el valor de la inversión disminuye. El *broker* tendría muy pocos incentivos para asumir este riesgo si no existiese la posibilidad de realizar una ganancia con la inversión.

(38) *Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc.*

del plazo de prescripción legal, dieron dinero, valores o cualquier otro patrimonio a Shearson para estos efectos. Marchese refiere que la adopción de una posición como la planteada por él evitaría el riesgo de utilización de los márgenes y de los intereses para cubrir obligaciones propias del *broker* o de otros clientes, práctica que afecta la integridad y la transparencia del mercado.

Shearson solicita la desestimación de la acción argumentando que no se establece una pretensión legalmente válida respecto de la cual pueda dictarse una compensación, puesto que la CEA establece que tales intereses corresponden legalmente a Shearson. La corte opina a favor de Shearson, sosteniendo que conforme a la legislación vigente Shearson tiene derecho a retener los intereses generados. Marchese apela el caso y éste es revisado en segunda instancia por la corte de apelaciones del noveno circuito, confirmando la opinión del juez de distrito, básicamente por las mismos fundamentos.

Sobre este tema, debe indicarse que la legislación peruana no señala nada al respecto, correspondiendo a la sociedad rectora encargada preparar las reglamentaciones respectivas. En cualquier caso, consideramos que la regulación a plantearse debe tomar en cuenta dos cosas: por un lado, debe evitarse que el *broker* utilice el dinero entregado con el propósito de ser utilizado como margen de garantía por sus clientes para cubrir sus propias responsabilidades, las de otros clientes o para cualquier otro tipo de abuso<sup>(39)</sup>; por otro lado, debe regularse el tipo de inversión que puede efectuarse con estos fondos, a fin de garantizar la integridad del mercado y procurar una utilización eficiente de tales fondos en la economía.

#### 4.2 La manipulación del mercado (*cornering*).

Otro de los principales problemas que pueden

surgir en los mercados de futuros es la manipulación del mercado a través del control de la oferta disponible del activo subyacente y de la toma de una posición compradora sustancial en el mercado derivado. Esta actividad es conocida en los mercados anglosajones como *cornering*. En términos generales, un *cornering* es un esquema de manipulación de precios en el cual un comerciante o un grupo de comerciantes adquiere una posición compradora dominante en el mercado de futuros, y simultáneamente, adquiere una posición controladora de la oferta física del bien disponible para entrega a la fecha de vencimiento de tales contratos, obligando a la contraparte vendedora a recurrir a él o ellos para cumplir sus obligaciones contractuales, a un precio arbitrario impuesto por el manipulador.

Revisemos algunos ejemplos que pueden ilustrar el punto. En *Volkart Brothers, Inc. vs. Freeman*<sup>(40)</sup>, el oficial judicial de la Secretaría de Agricultura de los Estados Unidos de Norteamérica, luego del respectivo procedimiento administrativo, encontró a los principales ejecutivos de *Volkart Brothers Inc*, un intermediario en el mercado de futuros, culpable de manipulación del precio de los contratos de futuros de algodón con vencimiento en octubre de 1957 tanto en la Bolsa de Algodón de Nueva York como en la Bolsa de Algodón de Nueva Orleans, en violación de las secciones 6.b y 9 de la *Commodity Exchange Act* (CEA). Indica el oficial judicial que al inicio de la sesión de negociación del 15 de octubre de 1957, último día de negociación de los contratos de futuros de algodón con vencimiento en octubre de 1957 (“contratos octubre 1957”), existían contratos octubre 1957 aún no liquidados en ambas bolsas por 13,400 sacos de algodón; esto, es, existían 13,400 contratos octubre 1957 no liquidados mantenidos por los vendedores contra 13,400 contratos octubre 1957 no liquidados mantenidos por los compradores. De los 13,400 contratos octubre 1957, *Volkart* mantenía la posición compradora en

(39) Es interesante anotar lo siguiente: “*brokers* usualmente juntaban el dinero de sus clientes con el suyo propio, prestaban el dinero depositado por los clientes a otros clientes y utilizaban el dinero de sus clientes para sus propios propósitos especulativos (...) y en el evento de una quiebra del *broker*, los clientes únicamente califican como acreedores generales, y podrían sufrir pérdidas considerables”. Todo esto llevó al Congreso norteamericano a dictar en 1936 la CEA que introdujo entre otras cosas la obligación de los *brokers* de tratar el dinero de sus clientes separadamente del propio y contabilizarlos de igual manera. Ver opinión del juez de distrito *Byrne*, en *Marchese vs. Shearson Hayden Stone, Inc.*

(40) *Volkart Brothers, Inc. vs. Freeman*, 311 F.2d 52 (quinto circuito 1962)

12,100. Al cierre de la sesión los vendedores debían liquidar los 13,400 contratos octubre 1957 bien sea asumiendo la posición inversa mediante la adquisición de contratos octubre 1957 de manera que se compensen ambas posiciones, o mediante la entrega de los certificados de depósito físico de algodón en los almacenes debidamente autorizados para ello<sup>(41)</sup>. No obstante, a esa fecha sólo existían alrededor de 5,000 sacos de algodón certificado de propiedad de personas distintas de Volkart. En consecuencia, existían disponibles, sin recurrir a Volkart, 5,000 sacos de algodón certificado para entrega y 1,300 contratos octubre 1957 para satisfacer la demanda de los 13,400 vendedores. Así, no existía alternativa para los vendedores de contratos octubre 1957 que recurrir a Volkart para cubrir los 7,100 sacos restantes, ya sea mediante la adquisición de contratos octubre 1957 o mediante la adquisición de algodón disponible para entrega, pagando por ellos el precio fijado por Volkart.

La manipulación ocurrió entonces, sostiene el oficial judicial, mediante la combinación de tres factores: i) la concentración de la posición compradora en los contratos octubre 1957 por parte de Volkart tanto en la Bolsa de Nueva York como en la Bolsa de Nueva Orleans; ii) la oferta insuficiente de algodón disponible para los deudores durante el periodo de la manipulación; iii) el establecimiento por Volkart de un precio artificialmente alto en la liquidación de los contratos octubre 1957.

Volkart apela de la resolución del oficial judicial sosteniendo que: i) si bien tuvo una posición compradora dominante en los contratos octubre 1957, no es controladora en el sentido de poder ser usada para manipular los precios, y que dicha posición no fue deliberadamente alcanzada para efectos de poder fijar arbitrariamente el precio de los referidos contratos; ii) la oferta disponible para la liquidación de las posiciones vendedoras no era la determinada por el oficial judicial, pues se había excluido indebidamente del cálculo 1,250,000 sacos de algodón disponible en una serie de almacenes de la región hábiles para emitir

el certificado correspondiente<sup>(42)</sup>, cantidad más que suficiente para cubrir la demanda de los vendedores; sosteniendo además que la fecha relevante para calcular la oferta disponible no es la del último día de negociación, pues cualquier vendedor hubiera podido conseguir algodón para liquidar sus posiciones el día 15, si adquiría el algodón a través de su *broker* el 13 ó 14 en estos almacenes; iii) el precio de venta de los contratos octubre 1957 el día 15 de octubre, si bien era mayor al del día anterior, no fue lo suficientemente alto como para merecer que el Comité de Control de la Bolsa de Algodón de Nueva York obligara a los otros *brokers* a poner ordenes de venta para eliminar la distorsión, lo que hubiera podido hacer conforme a sus facultades.

La apelación llega a la Corte de Apelaciones del Quinto Circuito. La opinión es preparada por el juez Rives, quien con buen juicio sostiene que para resolver el caso, es necesario precisar previamente el alcance del término manipulación, tal como se utiliza en la CEA. A tal efecto, cita el testimonio del señor Arthur R. Marsh, antiguo presidente de la Bolsa de Algodón de Nueva York, presentado ante el Senado de los Estados Unidos de Norteamérica en relación con la Resolución del Senado No.142: “Manipulación es todo y cualquier mecanismo, transacción o práctica calculada para producir una distorsión de cualquier tipo en el precio de un contrato derivado en cualquier mercado (bolsa) o entre mercados (bolsas). El precio es, en consecuencia, superior al que existiría si únicamente las fuerzas de la oferta y demanda estuvieran operativas”<sup>(43)</sup>.

Basándose en esta argumentación, el juez Rives llega a la conclusión que la manipulación es una conducta intencional, deliberadamente calculada para crear un incremento artificial del precio del contrato, y no una simple concentración no planeada por el agente. En este último caso (conocido en la literatura anglosajona como *squeeze*), considera el juez Rives, la concentración no es ilegal, aún cuando pueda generar beneficios para el agente económico, y por tanto no

(41) Como se ha indicado anteriormente, la entrega física significa la entrega de recibos del almacén donde se encuentra y no la entrega física real.

(42) Cada bolsa determina los almacenes hábiles para emitir certificados válidos para liquidar posiciones en los respectivos contratos.

(43) Agregado entre paréntesis del autor.

puede ser sancionada legalmente. Por lo tanto, deben distinguirse ambas situaciones.

Al respecto, el juez Rives hace referencia a una exposición presentada ante el Senado norteamericano por el senador Pope<sup>(44)</sup>, en la que sostiene lo siguiente: “El término *squeeze* indica una situación en el mercado de futuros en la cual los vendedores, habiendo esperado mucho tiempo (probablemente por razones especulativas) para cerrar sus posiciones, no encuentran contrapartes dispuestas a vender sus contratos; no hay suficiente cantidad de stock físico disponible para entrega; y es muy tarde para procurarse stock en cualquier otro mercado. En esas circunstancias, **aún cuando el mercado no ha sido intencionalmente manipulado en el sentido ordinario de la expresión**, los vendedores se encuentran obligados a pagar un precio arbitrario para liquidar sus posiciones”<sup>(45)</sup>.

A la luz de la evidencia presentada en el procedimiento, el juez Rives concluye que no existe prueba suficiente que Volkart realmente tuvo intención de manipular el precio de los contratos octubre 1957, y revocó la orden del oficial judicial.

En *Great Western Food Distributors, Inc. vs. Brannan*<sup>(46)</sup>, caso resuelto ante el séptimo Circuito en 1953, se presenta un caso distinto. Los solicitantes, *Great Western Food Distributors, Inc.*, una compañía dedicada a la distribución de productos agrícolas norteamericana, interponen una acción ante dicha corte para dejar sin efecto una orden del oficial judicial del Departamento de Agricultura que dispone que todas las bolsas de futuros del país inhabiliten a *Great Western*, y a sus principales ejecutivos, de sus privilegios para contratar en dichas bolsas por un periodo de un año. Dicha orden se debió a que en el procedimiento administrativo seguido contra los solicitantes se encontró que éstos i) intentaron manipular los precios de un *commodity*, huevos, en el mercado de futuros de la *Chicago Mercantile Exchange* (CME), en violación de las secciones 9 y 13 de la U.S.C.A.; ii) intentaron efectuar una concentración de dicho producto en el mercado de

futuros de la CME, en violación de la sección 13 de la 7 U.S.C.A.; iii) efectuaron efectivamente una estrategia de manipulación del mercado de futuros de dicho producto de la CME, en violación de la sección 13 de la 7 U.S.C.A.

Los hechos alegados por el oficial judicial en la instancia administrativa son sustancialmente como siguen: durante noviembre y diciembre de 1947, *Great Western* compró y mantuvo grandes cantidades de contratos de futuros de huevos en la CME, con vencimiento en diciembre 1947 (contratos diciembre 1947), estableciendo de esa manera una posición compradora dominante en el mercado de contratos diciembre 1947. Simultáneamente, *Great Western* compró y almacenó grandes cantidades físicas de huevos disponibles para entrega en diciembre 1947 y además aceptó, como medio de liquidación de sus posiciones compradoras en un gran número de contratos diciembre 1947, la entrega física de prácticamente toda la oferta restante disponible de huevos para satisfacer los contratos diciembre 1947. Así, *Great Western* obtuvo el control de toda la oferta disponible de huevos en Chicago y alrededores para entrega en diciembre 1947. El oficial judicial sostiene que estos huevos fueron puestos a la venta a los vendedores de los contratos diciembre 1947 a precios excesivamente altos; asimismo, sostiene que los vendedores se vieron forzados a cubrir sus posiciones adquiriendo contratos diciembre 1947 a precios fijados por *Great Western*. En consecuencia, indica el gobierno, *Great Western* obtuvo una posición en virtud de la cual podía fijar arbitrariamente, y efectivamente lo hizo, los precios de los huevos disponibles para entrega física y de los contratos diciembre 1947 requeridos por los vendedores para cumplir sus obligaciones contractuales.

El séptimo circuito propone una metodología de análisis muy clara para la revisión de este tipo de casos, dividiéndolo en cuatro aspectos: i) análisis de la posición compradora de *Great Western* en los contratos diciembre 1947; ii) cálculo de las tenencias de *Great Western* en el mercado físico de huevos disponibles

(44) El senador Pope estuvo a cargo de la elaboración de la *Commodities Exchange Act*.

(45) Agregado entre paréntesis del autor.

(46) *Great Western Food Distributors, Inc. vs. Brannan*, en 210 F.2d. 476 (séptimo circuito, 1953).

para entrega en diciembre 1947; iii) el impacto de los dos literales anteriores sobre el precio prevaleciente de los contratos diciembre 1947 y de los huevos disponibles para entrega en diciembre de 1947 en el mercado físico, durante el mes de diciembre de dicho año; iv) la intención de Great Western al desarrollar estas actividades.

Con respecto al literal i) la corte encuentra que la evidencia muestra que desde mediados de noviembre de 1947, Great Western desarrolló una activa política de adquisición de contratos diciembre 1947, de manera que en diciembre 22, un día antes de la fecha de cierre de la negociación de contratos diciembre 1947 en la CME, tenía 119 contratos de 153 todavía no liquidados, es decir, el 76.2%. En consecuencia, en opinión de la corte la evidencia es indisputable y demuestra claramente que Great Western tenía una posición dominante en el mercado de contratos diciembre 1947.

Con respecto al literal ii) Great Western argumenta que el grado de concentración de la oferta disponible de huevos para entrega en diciembre 1947 que le atribuye el oficial judicial es inexacta, pues se ha calculado a partir de una interpretación equivocada que excluye del cálculo de la oferta los huevos frescos y los huevos refrigerados almacenados fuera de Chicago, que también eran disponibles para los vendedores. Siendo el tamaño real del mercado de huevos disponibles mayor al asumido por el oficial judicial, el cálculo de su participación en el mismo ha sido sobrestimada, concluye Great Western. La corte sostiene que, en efecto, para determinar el grado de concentración del mercado físico de huevos disponibles para entrega en diciembre 1947, debe tenerse presente que bajo las reglas de la CME, los vendedores pueden liquidar sus posiciones a través de la entrega física de: a) huevos frescos; b) huevos refrigerados almacenados en almacenes de Chicago previamente autorizados por la CME; y c) huevos refrigerados almacenados en almacenes ubicados fuera de Chicago autorizados por la CME. Sin embargo, la corte precisa que los huevos frescos usualmente tienen un precio de mercado mayor al de los huevos refrigerados, el cual no es reconocido

a los vendedores, por lo que generalmente no son utilizados para la liquidación de posiciones en los contratos de futuros de huevos.

En consecuencia, la corte considera que los huevos frescos fueron adecuadamente excluidos del cálculo de la oferta disponible de huevos para entrega física en diciembre 1947. A su vez, en relación con los huevos refrigerados en almacenes fuera de Chicago, la corte sostiene que la posición del gobierno de excluir estos huevos del cálculo de la oferta disponible es también correcta, dado que los vendedores que deseen satisfacer sus obligaciones mediante la entrega de certificados de depósito de huevos refrigerados en almacenes fuera de Chicago están obligados según las reglas de la CME a pagar un cargo extra, adicional a los costos de transporte de tales huevos<sup>(47)</sup>, lo que en la práctica constituye un impedimento económico que hace que muy eventualmente sean utilizados por los vendedores para liquidar sus posiciones. Por lo tanto, concluye la corte, la exclusión es correcta a menos que los precios de los huevos refrigerados en almacenes ubicados en Chicago se eleve a tal punto que iguale los precios de los huevos refrigerados fuera de Chicago, de manera que sea económicamente indiferente para los vendedores comprar unos u otros.

Pero, agrega la corte, esto sólo puede ocurrir intencionalmente; es decir cuando exista un poseedor que concentre la oferta en magnitud suficiente para provocar una elevación deliberada de los precios de los huevos almacenados en Chicago, lo que constituiría en sí misma una fijación arbitraria de precios. En consecuencia, la corte considera que el cálculo de la oferta disponible de huevos para entrega en diciembre 1947 debe efectuarse tomando en cuenta únicamente los huevos refrigerados en almacenes localizados en Chicago, tal como hizo el oficial judicial, desestimando así la posición de Great Western. Bajo estos parámetros, la corte concluye que Great Western, al 22 de diciembre de 1947, tenía el 51% del stock de huevos refrigerados disponibles para entrega física en Chicago; esto es, mantenía control sobre la oferta disponible.

Con respecto al literal iii) la corte nos plantea

(47) No resulta claro del caso la justificación para ello.



un interesante ejercicio para determinar si existió o no un precio arbitrario de los contratos diciembre 1947 y de los huevos disponibles para entrega física: a) comparar los precios de los contratos diciembre 1947 con los de los contratos con vencimiento en enero de 1948; y b) comparar los precios de los contratos diciembre 1947 y de los huevos refrigerados en dicha fecha con el precio de los huevos frescos (recuérdese que los huevos frescos no son utilizados para liquidar este tipo de posiciones y, por lo tanto, no fueron objeto de manipulación). En relación con el primer punto, la corte sostiene que históricamente los precios de los contratos de futuro con vencimiento en diciembre son mayores al de aquellos cuyo vencimiento es en enero<sup>(48)</sup>.

De la revisión de las series estadísticas correspondientes a años anteriores (desde 1940 a 1947, excluyendo 1944 y 1945, porque durante esos años existió un esquema de control de precios aplicado por el gobierno), concluye la corte que efectivamente la relación (*spread*) entre el precio de los contratos de futuros de huevos con vencimiento en diciembre de 1947 y el precio de los contratos de futuros de huevos con vencimiento en enero de 1948 era anormal, pues el *spread* era mayor al histórico mostrado por las estadísticas. En relación con el segundo punto, la corte también se apoya en el análisis estadístico: históricamente el precio de los huevos frescos era superior en 4 centavos por docena al de los huevos refrigerados; sin embargo, en diciembre de 1947 el diferencial en el precio era apenas de 0.5 centavos por docena. Además, durante las dos semanas previas al vencimiento de los contratos diciembre 1947 se observó que el precio de los huevos frescos cayó en 7.5 centavos por docena, mientras que el de los huevos refrigerados sólo cayó en 2.25 centavos para luego subir 1 centavo; contrariamente a la tendencia normal del mercado en la que el precio de los huevos refrigerados normalmente sigue el comportamiento del precio de los huevos frescos. En consecuencia, la corte concluye que efectivamente hubo una fijación arbitraria de precios tanto en el precio de los contratos diciembre 1947 como en el de los huevos refrigerados disponibles para entrega en dicha fecha.

Finalmente, con relación al literal iv) la corte advierte que la determinación de la intención de Great Western es importante para establecer si existió infracción a la CEA, reconociendo que si la obtención de una posición dominante en el mercado de contratos diciembre 1947 y en el mercado físico de huevos, e incluso la elevación de sus respectivos precios debido a tal posición no es deliberadamente causada por el individuo, entonces se trata simplemente de un *squeeze* involuntario que puede deberse simplemente a las condiciones de mercado prevalecientes en dicha fecha, no sancionable por la legislación. Sobre este punto, la corte refiere que uno de los propios ejecutivos de Great Western reconoció ante las autoridades administrativas que las acciones de Great Western fueron tomadas “para lograr que Great Western pueda liquidar sus posiciones compradoras en los contratos diciembre 1947 con un incremento en el precio, y así obtener ganancias”.

A la luz de este análisis, la corte concluye que es clara la intención de Great Western de manipular el mercado de contratos diciembre 1947 y, por lo tanto, no hay lugar a la solicitud planteada por Great Western.

Los casos ilustrados nos llaman la atención sobre dos aspectos importantes que deben considerarse al momento de evaluar el diseño de una regulación del mercado de derivados: por un lado, debe tenerse claro que algunas concentraciones de mercado pueden ser consecuencia de las propias condiciones prevalecientes en el periodo relevante y no necesariamente implican una conducta sancionable por parte de los agentes económicos, por lo que debe considerarse la intencionalidad en la actuación del supuesto manipulador; por otro lado, la metodología de análisis propuesta por la corte de Apelaciones del Séptimo Circuito, y recogida en el segundo de los casos revisados parece ser un excelente punto de partida para la revisión administrativa de casos de este tipo.

#### 4.3 El concepto de la adecuación.

Dada la sofisticación de este tipo de transacciones, es posible que los clientes otorguen cierta discrecionalidad a los intermediarios para la

(48) No se indican las razones para ello en el caso comentado.

administración de su cartera, a partir de una política de inversiones previamente definida, en función a las preferencias riesgo-retorno del inversionista. En tal medida, existe espacio para que los intermediarios efectúen intencionalmente inversiones especulativas no compatibles con el perfil del inversionista, generándole riesgos no deseados.

Para contrarrestar este eventual problema, las legislaciones anglosajonas generalmente contemplan la obligación del intermediario de adecuar las transacciones que efectúen en favor de sus clientes a los fines y expectativas previamente definidas. Este concepto se conoce como adecuación (*suitability*)<sup>(49)</sup>.

El siguiente caso ilustra el punto, y también otro problema relacionado como es el de la sobretransacción de cartera; es decir, la realización de un número excesivo de transacciones con la cartera del cliente, a la luz de su política de inversiones, con el fin de generar comisiones para el intermediario. En el caso *Rush vs. Openheimer & Co.*<sup>(50)</sup> (1984), R. Stockton Rush III, demanda a *Openheimer & Co.*, compañía dedicada a la intermediación de transacciones con productos derivados, y a Scott Seskis, ejecutivo de cuentas de la mencionada compañía, ante el juez Sweet del distrito de Nueva York, solicitando se le indemnice por los perjuicios causados por los demandados por las siguientes acciones:

a) llevar a cabo **transacciones excesivas** de la cartera de Rush con la finalidad de beneficiarse con las comisiones por cada operación que lleven a cabo (*churning*), en violación de la sección 10.b de la *Securities Exchange Act* (SEA) de 1934 y de lo establecido en la Regla 10.b.5 promulgada por la *Securities and Exchange Commission* (SEC);

b) efectuar **recomendaciones no adecuadas** para invertir en diversas transacciones en productos derivados (*unsuitability*), en violación igualmente de la sección 10.b de la SEA y de la Regla 10.b.5 promulgada por la SEC .

Los hechos alegados por Rush son los siguientes:

- *Openheimer* es una compañía de intermediación bursátil (*brokerage*) constituida en Delaware, en la cual Seskis se desempeñó como ejecutivo de cuentas desde noviembre de 1981 hasta diciembre de 1983. Rush, un muchacho de 18 años, sostiene que desde inicios de noviembre Seskis insistentemente le solicitaba que abriera una cuenta en *Openheimer* para llevar a cabo una serie de operaciones con productos derivados, la misma que sería manejada por Seskis, a lo que finalmente accedió Rush en diciembre de 1981. Rush precisa que desde un inicio hizo saber a Seskis que no tenía ningún conocimiento ni experiencia previa en operaciones de este tipo; que su único patrimonio era una herencia de 20,000 acciones de *Natomas Company* mantenidas en un fideicomiso; y que no negociaba dichas acciones por razones de carácter tributario<sup>(51)</sup>.

- Seskis intentó convencer a Rush para que traslade sus acciones en *Natomas* a su cuenta en *Openheimer*, con la finalidad de poder usarlas como colateral para la compra de márgenes, a lo cual Rush se negó indicando no era de su interés realizar este tipo de operaciones, las que por su poco conocimiento no entendía y que además consideraba peligrosas. Sin embargo, Rush afirma que de enero a marzo de 1982 los acusados insistieron en que abandone su estrategia de inversión a la que ellos consideraban conservadora, haciendo una serie de afirmaciones inexactas o falsas, como por ejemplo:

i) Que ellos se encontraban entre los pocos *brokers* del país que tenían la habilidad para llevar a cabo operaciones con derivados de bajo nivel de riesgo.

ii) Que Seskis habría desarrollado una estrategia en derivados cuyos resultados serían similares a los dividendos obtenidos por la compra de acciones de una "*blue chip*".

iii) Que Seskis manejaba una gran cantidad de cuentas y que la mayoría de sus inversiones eran en

(49) Generalmente, el estándar usual de diligencia exigido a los intermediarios de valores se plasma a través de la regla "conoce a tu cliente" (*know your client rule*), que es recogida en la mayor parte de regulaciones de las actividades de los intermediarios bursátiles. En el Perú este concepto se encuentra recogido en el Reglamento de Agentes de Intermediación, artículos xx.

(50) En *Rush vs. Openheimer & Co.*, 592 F.Supp.1108 (S.D.N.Y.1984)

(51) No se explica en el caso qué tipo de consideraciones eran éstas.

opciones, y eran muy rentables.

iv) Que pretendían tomar todas las medidas necesarias para evitar realizar inversiones en márgenes, y más bien invertir en un prudente programa de venta de opciones contra sus acciones de Natomas.

v) Que debía transferir sus acciones de Natomas a su cuenta en Oppenheimer lo antes posible “porque cada día que pasa pierde más dinero”.

Rush agrega que en base a estas afirmaciones decidió transferir sus acciones de Natomas a la cuenta de Oppenheimer en marzo de 1982, para ser invertidas en un estricto programa de venta de opciones sobre tales acciones. Sin embargo, en los 18 meses siguientes los demandados realizaron una serie de operaciones no autorizadas por Rush ni adecuadas a su política de inversiones, cuyos efectos fueron los siguientes: a) significaron para Oppenheimer ingresos por concepto de comisiones de intermediación de US\$92,000, y por concepto de intereses provenientes de la compra de márgenes de US\$47,000; b) causaron a Rush una pérdida total de US\$300,000; c) se llevaron a cabo un total de 325 transacciones en la cuenta de Rush en el periodo relevante (poco menos de dos años). La cuenta de Rush se convirtió en la principal fuente de ingresos para Seskis.

Rush alega que los demandados sólo obtuvieron su consentimiento para llevar a cabo estas operaciones luego de producidas, en base a afirmaciones inexactas adicionales respecto de la naturaleza y propósito de las mismas. Más aun, en junio de 1982 Rush decide ausentarse de la ciudad por el verano, prohibiendo a los demandados llevar a cabo este tipo de operaciones. No obstante, en el periodo comprendido entre el 14 de junio y el 11 de agosto, los demandados iniciaron numerosas operaciones de compra y venta de valores financiados por préstamos de márgenes de la cuenta de Rush. Cuando regresa Rush y descubre esto, los demandados llegan al extremo de mentirle respecto de la naturaleza y rendimiento de sus inversiones, presentando como aparente utilidad lo que en realidad eran pérdidas. Confiando en estos falsos reportes, Rush accedió a que continuaran manejando su cuenta desde agosto

de 1982 hasta setiembre de 1983, tiempo durante el cual los demandados continuaron comprando acciones no autorizadas y llevando a cabo operaciones con productos derivados de alto riesgo. Simultáneamente, los demandados durante este periodo le indicaban a Rush que su cuenta generaba utilidades. Sin embargo cuando este les exigió que le informaran por escrito acerca de sus operaciones, éstos se negaron.

Finalmente en setiembre de 1983, los acusados convencieron a Rush para la compra de 11,000 acciones de la compañía Computer Device, aduciendo que dicha compañía contaba con financiamiento proveniente de Francia que aseguraba la rentabilidad de dichas acciones. Un mes después de la adquisición, la compañía se acogió al Código de Quiebras perjudicando a Rush.

En octubre de 1983, Rush liquidó todas sus posiciones en Oppenheimer.

El juez Sweet falla a favor de Rush en los dos cargos. Con relación al cargo de sobretransacción de la cartera, el juez Sweet recoge la definición jurisprudencial adoptada por las cortes norteamericanas en casos anteriores: “La sobretransacción ocurre cuando un intermediario bursátil abusa de la confianza de su cliente para obtener beneficios personales, induciendo o efectuando transacciones en la cuenta de su cliente que son desproporcionadas dado el tamaño y características de la cuenta<sup>(52)</sup>”.

El juez Sweet continúa proporcionándonos una metodología para determinar si efectivamente existió o no sobretransacción:

- 1) determinar si las transacciones efectuadas en la cuenta del cliente fueron excesivas en relación con los objetivos de inversión establecidos;
- 2) determinar si el intermediario efectivamente ejercía control o disposición sobre la cuenta;
- 3) determinar si el intermediario actuó con la intención de fraude o con negligencia grave en el ejercicio de sus funciones.

Con relación al punto 1, el juez Sweet menciona un indicador usualmente utilizado para determinar si hubo o no sobretransacción: el *turnover ratio*, que mide cuántas veces se ha transado el valor del portafolio en

(52) Newburger, Loeb & Co., Inc. vs. Gross, 563 F.2d. 1057. 2do Circuito (1977).

un periodo de tiempo determinado. Así, indica el juez Sweet que si el *turnover ratio* en un año es mayor a 6, puede presumirse que ha habido sobretransacción de la cartera. En el caso analizado, el *turnover ratio* era superior a 10.

En relación con los puntos 2 y 3, la evidencia ampliamente demuestra que efectivamente Oppenheimer tenía control sobre la cuenta de Rush y que efectivamente estaba intencionalmente engañando a Rush. En particular, sostiene Sweet, dado que los demandados intencionalmente hicieron caso omiso de las restricciones de inversión fijadas por Rush, puede concluirse razonablemente que hubo intención de fraude en la actuación de los demandados.

Con relación al cargo de efectuar recomendaciones no adecuadas a la política de inversiones de Rush, el juez Sweet explica que la regla a aplicar en este caso consiste en determinar si: a) los demandados conocían o tenían razones suficientes para suponer válidamente que determinado tipo de inversiones no es adecuada para sus clientes; b) si no obstante lo anterior, efectivamente recomendaron o efectuaron tales inversiones. En el caso bajo comentario es claro que los demandados sabían que las inversiones efectuadas no eran apropiadas para el cliente, no obstante lo cual procedieron a efectuarlas.

El juez Sweet determinó que efectivamente los demandados habían transgredido la sección 10.b de la SEA, tanto por las inversiones no adecuadas a la política de inversiones del cliente como por el exceso de transacciones efectuadas en la cuenta del cliente para beneficio propio.

#### 4.2 Ocultamiento fraudulento de información.

El caso siguiente se refiere a una violación de la legislación antifraude por parte de un intermediario bursátil quien actuando como asesor para la realización de transacciones con productos derivados, aprovechó en beneficio propio el escaso conocimiento del cliente ocultando dolosamente información sobre la cuenta al

cliente. Es el caso *Gibson Greetings Inc. vs. BT Securities*, de 1994<sup>(53)</sup>, en el cual Gibson demanda a BT ante la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), entidad reguladora del mercado norteamericano de futuros sobre productos, por violación de la sección 4.1.A de la CEA (antifraude) relacionada con las transacciones con productos derivados (*swaps*) realizadas con BT en el mercado privado OTC.

BT es una corporación organizada bajo las leyes del Estado de Delaware, registrada como intermediario bursátil ante la SEC. Gibson es una corporación organizada bajo las leyes del Estado de Delaware, cuyo objeto social consiste en la fabricación y venta de tarjetas de saludos y papel de regalo. También están involucradas en el caso: a) Bankers Trust Company (“Bankers Trust”), banco organizado bajo las leyes del Estado de New York, que tuvo participación como contraparte en cada una de las operaciones con derivados llevadas a cabo con Gibson; y b) Bankers Trust New York Corporation (BTNY), empresa *holding* organizada bajo las leyes del Estado de New York que tiene el control de Bankers Trust y BT (subsidiarias). Ambas subsidiarias reportaban sus operaciones a BTNY.

Los hechos, según son descritos por la CFTC, son los siguientes:

En mayo de 1991, Gibson llevó a cabo una colocación privada de *senior notes* por US\$50 millones de dólares, que pagaban un interés de 9.33%. Luego de la colocación, las tasas de interés disminuyeron, por lo que Gibson optó por realizar un *swap* de tasas de interés con la finalidad de reducir el pago de intereses provenientes de la emisión<sup>(54)</sup>. Luego de evaluar una serie de propuestas, decidió negociar con BT. Así, entre noviembre de 1991 y marzo de 1994, representantes de BT le propusieron a Gibson y éste aceptó llevar a cabo 29 transacciones con derivados, cada vez más riesgosos y de mayor complejidad. Dado que estos *swaps* fueron especialmente diseñados para Gibson, no eran negociados públicamente, por lo que

(53) In the Matter of BT Securities Corp. (CFTC, Dec. 22, 1994)

(54) Si Gibson pensaba que las tasas de interés iban a continuar disminuyendo podía contratar un *swap* en el cual efectuara pagos calculados a una tasa de interés variable, y recibiera pagos a una tasa fija, y cuyo capital nocional sea equivalente al principal de los bonos.

Bankers Trust usó sofisticados sistemas informáticos para establecer la valorización de estos derivados. Sin embargo, Gibson no tenía la experiencia para manejar los sistemas en mención, por lo que tomó como base la información proporcionada por BT acerca de la valorización de sus posiciones con los derivados, para evaluar nuevas transacciones e, inclusive, para preparar sus propios estados financieros.

Las operaciones que BT realizaba con Gibson fueron siempre en términos muy favorables para BT: sólo durante 1993 BT generó US\$ 8 millones, de un total de US\$20 millones que recibió BT por concepto de sus transacciones con derivados ese año. En total, BT las transacciones con Gibson reportaron ganancias para BT del orden de los US\$ 13 millones.

El problema principal en este caso radica en las fraudulentas representaciones hechas por BT a Gibson, particularmente en cuanto a las valorizaciones de las posiciones de Gibson en sus transacciones con BT. Esta última proporcionó a Gibson información que subestimaba significativamente sus pérdidas, aprovechando el poco entendimiento de Gibson respecto de este tipo de transacciones. En una conversación grabada por el sistema interno de grabaciones de BT, el director gerente de BT se refería al diferencial existente entre la valoración de las posiciones de Gibson según el modelo de software utilizado y la valoración proporcionada a él de la siguiente manera: “creo que debemos aprovechar esta oportunidad (una caída en el precio de mercado). Debemos llamarlos (a Gibson) y ganar un poco más con el diferencial. Quiero decir que si ya le hemos dicho 8.1 millones en lugar de 14, si ahora el valor es de 16 millones debemos decirle 11. Tú sabes, ir ganando de a pocos con el diferencial entre lo que realmente es y lo que le estamos diciendo (...)”.

Ese mismo día, más tarde, en respuesta a una pregunta sobre si quería proporcionar información a Gibson sobre el valor de sus posiciones en tal día, el citado director indicó: “Sí quiero. Y la razón es que (...) el problema es que estamos muy lejos entre lo que él cree que es y lo que realmente es (...)”.

A la luz de la evidencia presentada, la CFTC determinó que existió fraude en las operaciones que BT realizó con Gibson y ordenó a BT, entre otras

cosas:

a) Pagar a Gibson una indemnización por US\$10 millones.

b) Contratar una consultora independiente (aceptada por la SEC y la CFTC), en treinta días, para que revise y plantee recomendaciones sobre aspectos relacionados con: la política de control interno de la empresa de las regulaciones aplicables, los procesos relacionados con la oferta, compra, venta, valorización y demás aspectos relevantes de sus transacciones con productos derivados negociados privadamente.

c) Adoptar todas aquellas recomendaciones respecto de sanciones de carácter disciplinario, entre otros.

## 5 Conclusiones finales.

Los mercados de productos derivados pueden cumplir un rol importante en la reducción de los riesgos asociados a hacer negocios en el país y, por ende, puedan redundar en un mayor beneficio para los consumidores y para la sociedad en su conjunto. Sin embargo, debe reconocerse la existencia de imperfecciones en estos mercados, por lo que es fundamental el diseño de un marco regulatorio y de supervisión sencillo y transparente que procure su corrección.

Experiencias recientes nos muestran que uno de los aspectos que más afectan el desarrollo del mercado, sobretodo de aquellos en los cuales existen severos problemas de información asimétrica, es la pérdida de confianza de los agentes económicos en su adecuado funcionamiento. En tal sentido, hemos querido llamar la atención sobre algunos de los principales problemas que se presentan en este tipo de mercados, esperando contribuir así al debate sobre el diseño e implementación de políticas regulatorias específicas (aún no dictadas) que permitan un mejor funcionamiento de estos mercados en nuestra economía. Demás está decir que no hemos pretendido agotar en este trabajo toda la problemática referente a la regulación de este tipo de mercados. Evidentemente hay todavía mucho pan por rebanar. *AS*