

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE DERECHO
ESPECIALIZACIÓN EN DERECHO BANCARIO

Tesis: Registro de Operaciones de Derivados Credit Default
Swap (CDS) en Argentina y Latinoamérica a través de los
Bancos Centrales

Director: Diego C. Bunge

Alumno: Ignacio Alberto Nantillo

Sumario

Investigación de postgrado sobre Registro de Operaciones de Derivados *Credit Default Swap* (CDS) realizadas por entidades financieras, a través de los Bancos Centrales. El objetivo es realizar un estudio de Derecho comparado de las formas de captación de datos sobre volumen de operaciones CDS realizadas por entidades financieras en Chile, Perú, México y Argentina a través de sus Bancos Centrales, teniendo en cuenta las recomendaciones del *Bank for International Settlements*-BIS tras la crisis financiera de los años 2008-2010 tendientes a la mayor transparencia y difusión de información de dichas operaciones. Dado que, por asegurar eventos de incumplimiento o *default*, conllevan riesgo sistémico en comparación con otros contratos derivados, y en escenarios desfavorables su capacidad de contagio del sistema financiero es mayor, su registro es un avance en cuanto al control de tales operaciones cuando las mismas son realizadas por entidades financieras donde está en riesgo el ahorro público. Si bien en Argentina, la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley 27.440), que legisla por primera vez en nuestro país los contratos derivados, incluidos los CDS, constituye una oportunidad para ampliar el Mercado de Derivados, la forma de Registro de CDS a través del Banco Central, al igual que la del resto de los países latinoamericanos analizados, no permite determinar el volumen de operaciones CDS que realizan las entidades financieras en el país, y dista mucho de cumplir con las metas propuestas por el BIS para lograr una mayor transparencia y control de estas operaciones.

Indice

Capítulo I

Introducción.....	3
I.1 Contratos derivados.....	3
I.2 Credit Default Swap (CDS): conceptualización.....	5
I.3 Gran Crisis Financiera: evidencia de la necesidad de mayores controles y registración de CDS en comparación con otros contratos derivados.....	6
I.4 Legislación en materia de CDS post-crisis: hacia la estandarización, limitación y registración.....	9

Capítulo II

Objetivos de la investigación.....	13
------------------------------------	----

Capítulo III

Metodología.....	16
------------------	----

Capítulo IV

IV.1 Registro de operaciones CDS de entidades financieras.....	17
IV.2 Derecho comparado: forma de registro de operaciones CDS de entidades financieras en Latinoamérica a través del Banco Central.....	20
Chile.....	20
Perú.....	30
México.....	35
Argentina.....	38

Capítulo V

Registro del Banco de Basilea de operaciones CDS de entidades financieras.....	47
--	----

Capítulo VI

Conclusiones.....	50
-------------------	----

Capítulo VII

Bibliografía.....	52
-------------------	----

Capítulo I

Introducción

I.1 Contratos derivados

Los contratos derivados presentan distintas definiciones doctrinarias en el ámbito local e internacional. En términos generales, se los ha definido como aquellos contratos bilaterales cuyo valor depende o “deriva” del valor de uno o más activos subyacentes (*commodities* o activos financieros), o índices sobre dichos bienes¹. Su principal característica es que el valor o precio del contrato *deriva* directamente del valor o precio del activo subyacente, y de esa circunstancia nace su denominación de “*derivado*”. Son contratos en los que una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente a cambio de una contraprestación dineraria o de la asunción de otro riesgo de su contraparte².

Teniendo en cuenta dichas definiciones, la doctrina es conteste en que todo contrato derivado tiene cinco (5) elementos esenciales: a) comprador; b) vendedor; c) plazo; d) precio; e) activo subyacente (bonos, acciones, obligaciones negociables, tasa de interés, divisas, *commodities*, préstamo, etc.). Asimismo, pueden tener distintas finalidades: a) Especulativas: obtener ganancias o beneficios económicos relacionados con las fluctuaciones de precios de un producto determinado, el activo subyacente; b) Cobertura: protegerse de las variaciones de los precios de un producto determinado, el activo subyacente; c) Arbitraje: obtener ganancia a partir de la compra y venta de un mismo producto por diferencias de cotización en diferentes mercados o en diferentes momentos de la rueda de negociación.

Los contratos derivados permiten a las partes proyectar negocios a futuro, reducir costos y precios de bienes, obtener ganancias por especulación en cotizaciones de precios, etc. Están vinculados al Mercado Financiero y Mercado de Capitales, donde operan las entidades financieras, y su objetivo principal es *administrar riesgos*.

Dentro de dichos contratos derivados encontramos ciertos contratos típicos actualmente, utilizados hace años en los Mercados de Derivados, y cuyas características principales sintetizo a continuación:

Futuros

.- Contrato derivado entre comprador y vendedor por medio del cual el vendedor se obliga a entregar un activo estandarizado al comprador en un plazo determinado por un precio determinado que el comprador se obliga a pagar acaecido el plazo.

¹ *Group of Thirty Global Derivatives Study Group, “Derivatives: Practices and Principles”, 1993, 28-29, citado en Saravia Frías, Bernardo, Cuestiones Modernas de Derecho Bancario, Ad-Hoc, Buenos Aires, 2008, página 74.*

² *Malumian, Nicolás, Contratos Derivados (Futuros, Opciones y Swaps). Aspectos Jurídicos y Fiscales, Buenos Aires, La Ley, 2003.*

.- Las características principales son: a) estandarización del activo y del plazo; b) el intercambio ocurre dentro de un mercado regulado; c) el precio es el que dicho mercado determina para el activo subyacente.

.- El riesgo crediticio o de *default* de la contraparte es asumido por el mercado regulado que, a su vez, tiene requerimientos de posiciones y encajes para con sus miembros para mitigar el riesgo de incumplimiento.

.- En Argentina, ROFEX es un ejemplo de Mercado regulado de Futuros, relativo al precio de bienes agropecuarios como activos subyacentes.

Forwards

.- Contrato derivado entre comprador y vendedor por medio del cual el vendedor se obliga a entregar un activo no estandarizado al comprador en un plazo determinado por un precio determinado que el comprador se obliga a pagar una vez acaecido el plazo.

.- La característica principal es la *fijación del precio futuro* al momento “cero” inicial de contratación por un activo no estandarizado a entregarse en el futuro. Estos contratos se celebran cuando existe cierta incertidumbre respecto del precio del activo subyacente o del interés sobre dicho activo en el futuro.

.- En lugar de asumir el riesgo de que el precio del activo tenga una variación que le resulte negativa, el comprador, a cambio de una comisión, celebra un contrato de forward para garantizar el precio del activo que desea adquirir.

.- La liquidación del contrato ocurre al final del mismo y no se ajusta al valor del mercado.

Opciones

.- Contrato derivado que *otorga a su tenedor el derecho*, mas no la obligación, de vender o comprar un determinado activo subyacente, por un precio y un plazo determinados.

.- Son operaciones en las cuales una de las partes, denominada *lanzador*, se obliga frente a la otra, denominada *tomador*, a venderle o comprarle cantidades tipificadas de un activo al precio fijado y dentro del plazo máximo convenido.

.- El precio de lanzamiento de la opción se llama *prima* y es pagado al contado por el tomador al lanzador. El tomador puede ejercer la opción de compra (*call*) o de venta (*put*) hasta el último día hábil del plazo de vigencia de aquélla.

Swaps

.- Contrato derivado por medio del cual dos partes se obligan a intercambiar activos, pasivos, o una serie de flujos de dinero (*cash flows*), por un período de tiempo e intervalos específicos y predeterminados.

.- El objetivo principal de los swaps es administrar, a través del “intercambio”, de una manera segura y efectiva, tasas de interés, tipos de cambio y riesgo de crédito.

.- Según el tipo de activo subyacente, existen, sin ser una clasificación taxativa y excluyente: a) swaps de tasas de interés, en virtud del cual se intercambian obligaciones de pago a tasa fija por obligaciones de pago a tasa variable (*Plain Vanilla Swap*); b) swaps de divisas; c) swaps de créditos o CDS; d) swaps de acciones, etc.

Teniendo en cuenta dicha caracterización de los contratos derivados, el trabajo de investigación tiene por objeto de estudio el instrumento de cobertura de riesgos denominado *Credit Default Swap* (CDS), o permuta de incumplimiento crediticio, y su incidencia en el Mercado Financiero a través de su utilización por parte de las entidades bancarias. Una vez conceptualizado, se analizará la legislación internacional en la materia, tendiente a su limitación y registración, los motivos de dicha tendencia, y su comparación con la forma actual de registro de los CDS transados por las entidades financieras latinoamericanas a través de los Bancos Centrales, en vistas a su mejora.

I.2 Credit Default Swap (CDS): conceptualización

El denominado “Banco de Basilea” (*Bank for International Settlements-BIS*), la más antigua institución financiera internacional creada en 1930 en la Conferencia de La Haya y que nuclea a la mayoría de los Bancos Centrales y entidades financieras del mundo, define los CDS de la siguiente manera: “*Contrato por el que el vendedor se compromete a reembolsar una obligación subyacente (por ejemplo un bono) a su valor facial en caso de incumplimiento. A cambio, el comprador paga al vendedor una prima periódica durante un periodo específico.*”³ A su vez, también se definen como **derivados de crédito**: “*Contrato derivado cuyo valor de amortización está vinculado a eventos de crédito, como bancarrota, rebaja de la calificación crediticia, impago o incumplimiento del prestatario. Por ejemplo, un prestamista puede usar un derivado crediticio para cubrir el riesgo de impago de un prestatario. Los derivados crediticios comunes incluyen swaps de incumplimiento crediticio (CDS), swaps de tasa de rendimiento total (TRS) y opciones sobre diferencial de crédito (CSO).*”⁴

Las permutas de incumplimiento crediticio o CDS son, a su vez, productos negociados *Over The Counter* (OTC), es decir, que, en general, no son objeto de negociación en un Mercado de Derivados oficial y organizado, y donde existe riesgo de crédito de la contraparte. Son contratos hechos a la medida entre las dos partes contratantes.

Asimismo, existe una asociación internacional de operadores del Mercado de Derivados, cuya sigla en inglés es ISDA (*Internacional Swaps and Derivatives Association*), que proporciona modelos de este tipo de contratos. Paralelamente, en Argentina existió ADA (*Argentine Derivatives Association*), que también ofrecía modelos tipo y buscaba difundir esta clase de contrataciones y su regulación, sin

³www.bis.org; Glosario

⁴ *op. cit.*

operatividad en la actualidad. ISDA nació en 1985 y está integrada por más de 844 entidades financieras de 64 países. Entre los participantes se encuentra la mayoría de los bancos más grandes del mundo, además de gestores de activos, empresas de energía y materias primas, aseguradoras, etc. En su página web⁵ publican documentos de presentación donde informan el volumen de transacciones con contratos derivados (futuros, forwards, options, swaps, CDS, etc.), relacionados con títulos públicos o privados.

Los CDS son contratos que se originaron en el extranjero, de ahí que las siglas de identificación de las operaciones inherentes al contrato o sus caracteres sean en inglés, y hoy se hallan muy difundidos entre distintas entidades financieras de todo el mundo, incluidas aquellas radicadas en Latinoamérica y en nuestro país.

La finalidad teórica principal de los CDS es servir como seguro para el poseedor de un título de deuda que quiere cubrirse del posible riesgo de crédito (básicamente impago) del mismo. Para ello acude a un vendedor de permutas de incumplimiento crediticio, al que le paga una prima anual o mensual, y en caso de resultar impago el título de deuda o préstamo, el vendedor responde pagando su importe al poseedor.

También existen permutas de incumplimiento crediticio en descubierto (o *naked CDS*), casos en que alguien suscribe un contrato de CDS sin ser poseedor de ningún título de los que quiere asegurar. En estos casos la finalidad de la operación es la especulación sobre la evolución de los activos subyacentes y puede llegar a producirse el caso paradójico de que se emitan más CDS que títulos o activos subyacentes existentes. Se los asimila, en términos coloquiales, a los contratos de “apuesta”, y ello determina asimetrías económicas muchas veces negativas.

En resumen, los contratos “derivados” CDS son instrumentos financieros que cotizan en relación a un activo subyacente, esto es, el negocio “deriva” del valor de otro activo. El inversor participa de un contrato privado especulando sobre la posibilidad de cumplimiento o no de determinado contrato principal asegurado con el CDS, o la posibilidad de pago o no de determinado título valor. El cumplimiento o incumplimiento de determinada obligación, o la posibilidad de que ello ocurra, determina el precio del CDS y su cotización posterior.

I.3 Gran Crisis Financiera: evidencia de la necesidad de mayores controles y registración de CDS en comparación con otros contratos derivados

El CDS es un tipo de contrato derivado que consiste en una operación financiera de cobertura de riesgos, que se materializa mediante un contrato de *swap* (intercambio/permuta) sobre un determinado instrumento de crédito (normalmente un bono o un préstamo) en el que el comprador de la permuta realiza una serie de pagos periódicos (denominados *spread*) al vendedor y, a cambio, recibe de éste una cantidad

⁵ www.isda.org

de dinero en caso de que el título que sirve de activo subyacente al contrato no sea pagado a su vencimiento, o la entidad emisora incurra en suspensión de pagos o *default*.

Los CDS, a su vez, conllevan exposición a dos tipos de riesgo transaccionales o *inter partes*: el **riesgo de crédito** y el **riesgo de contraparte** asumido por el comprador de protección mediante CDS.

El riesgo de crédito, en general, puede definirse como aquel asociado a una inversión financiera, que surge desde el mismo momento de realizarla, dependiendo de quién sea la contraparte o deudor: i) incumplimiento en tiempo y forma de la obligación de pago periódica por la contraparte del contrato; ii) caídas en el valor de mercado de un activo financiero derivadas de un empeoramiento en la percepción que se tiene respecto del emisor del activo; c) caídas en la calificación crediticia de un emisor de instrumentos financieros. El riesgo de contraparte, por otro lado, se define como la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y disminuya el valor de sus activos como consecuencia del incumplimiento de una contraparte o *default*, eventos en los cuales deberá atender el incumplimiento con sus propios recursos o materializar una pérdida en su balance. En el caso de un préstamo como activo subyacente, el acreedor busca protegerse del incumplimiento del deudor a través de la compra de un CDS, y el eventual *default* se incorpora en el cálculo de la prima a pagar por el comprador.

Se ha elegido este instrumento para la presente investigación por sobre el resto de los contratos derivados por su protagonismo en la última Gran Crisis Financiera de los años 2008-2010. Desde entonces, se han dictado distintas regulaciones a nivel mundial tendientes a controlar el uso de estos instrumentos en general, y por parte de las entidades bancarias en particular, las cuales resultaron muy perjudicadas por la crisis, algunas desaparecieron y muchas otras tuvieron que ser rescatadas por los Estados.

Ese escenario llevó, por un lado, a establecer como principio en diferentes legislaciones, que serán reseñadas seguidamente, la *transparencia* en la información de las operaciones CDS que se realizan, especialmente por las entidades financieras, y por otro lado, la *registración de la información* por parte de los órganos de contralor de los mercados financieros de tales operaciones CDS, teniendo en cuenta que antes de la crisis los controles eran más laxos.

La Gran Crisis Financiera evidenció que, dentro de todos los contratos derivados posibles, los CDS son los que tienen mayor capacidad de **contagio** del sistema, propagando las pérdidas rápidamente, de ahí la necesidad de su mayor control y registración, como ya existía respecto del resto de los contratos derivados.

Dicho contagio de los CDS responde a la interconexión de los operadores y la existencia de dos grandes divisiones dentro del mercado financiero. Por un lado, se encuentran los mercados institucionalizados, los cuales diseñan y reglamentan los términos y las condiciones de los contratos (unidad de negociación, fecha de vencimiento, márgenes de garantía, porcentaje o valor de fluctuación máxima diaria admitida, etc.) que se negocian en ellos, estandarizándolos, y sometiénolos a la

aprobación del organismo de control. Por otro lado, los mercados no institucionalizados o sobre el mostrador (OTC, por las siglas en inglés de *Over-The-Counter*), donde se negocian contratos a medida. En este caso, las partes acuerdan los términos y las condiciones de las operaciones en un marco de flexibilidad y conveniencia mutua.

Asimismo, conforme es reconocido por las estadísticas de organismos internacionales especializados en la materia, la negociación de derivados, y principalmente de CDS, en mercados OTC, supera ampliamente a las transacciones registradas en mercados institucionalizados.

En ese contexto, dado que los CDS se negocian OTC, al contagio de la crisis 2008-2010 por la interconexión de los operadores se le sumó cierto “factor sorpresa” devenido de desconocer el volumen de CDS celebrados OTC, los cuales tenían que ser pagados tras el *default*.

El contagio puede aparecer como consecuencia de los incumplimientos de las obligaciones “garantizadas” con CDS entre instituciones, o por efecto de las liquidaciones de activos, que determinan caídas en los precios para todo el sistema en general. Así, los CDS fueron uno de los mecanismos a través de los cuales el sistema financiero estadounidense se contagió de los activos tóxicos que algunos bancos tenían dentro de sus balances.

Ello por cuanto los CDS conllevan **riesgo sistémico**, el riesgo de que la quiebra de una o un pequeño número de instituciones sea transmitida a otras a través de los vínculos financieros entre las instituciones, y que reconoce dos fuentes principales: a) cuando las instituciones financieras tienden a sobreexponerse al riesgo en la parte alta del ciclo crediticio y a ser extremadamente adversas al riesgo en la parte baja; b) cuando los bancos en forma individual no toman en cuenta los efectos que sus acciones generan sobre el resto de la red financiera.

Dicho riesgo sistémico se origina en el propio evento de incumplimiento o *default* que buscan cubrir.

En efecto, los otros contratos derivados no aseguran ningún *default* o falta de pago de ningún activo, no especulan sobre un incumplimiento, y en escenarios desfavorables de mercado y pérdidas generalizadas las mismas se reducirán a la diferencia de precio entre lo pactado y aquél que surja del mercado de derivados u OTC. Sin embargo, dichas pérdidas siempre serán comparativamente menores a escenarios desfavorables con pérdidas por CDS, donde los compradores y vendedores pueden apostar al *default* de determinado activo para beneficiarse. Si en conjunto todos los operadores del mercado de derivados CDS especulan en el mismo sentido, las consecuencias son peores, como ser la quiebra del emisor o deudor contra quien se especuló, que las pérdidas por diferencias de precios en mercados de derivados futuros o forwards. Si a ello le sumamos la interconexión, propia del sistema bancario, donde sus operadores comparten muchas veces las mismas decisiones financieras, el riesgo sistémico a través de la utilización de estos instrumentos se multiplica.

En ese sentido, la concentración de contratos CDS operados OTC de manera interconectada por parte de las entidades financieras, respecto de activos subyacentes sin capacidad de repago, sumado al desconocimiento del volumen de las operaciones por haber sido transadas OTC, llevó a que la Gran Crisis Financiera de los años 2008-2010, concentrada en Estados Unidos de América (EE.UU.) repercutiera en Islandia y/o en Asia.

De ahí la necesidad de su registración, reduciendo el mercado OTC donde se operan y transformándolo en un mercado formal, y la limitación por parte de las entidades financieras del volumen de operaciones que puedan realizar con CDS. Su registración y limitación es mucho más necesaria que en el caso de otros contratos derivados, los cuales, a su vez, ya están más controlados y registrados. En el caso de los CDS, en cambio, la legislación y registración no es homogénea.

I.4 Legislación en materia de CDS post-crisis: hacia la estandarización, limitación y registración

A raíz de la crisis financiera del año 2008, hace ya diez años, los CDS son objeto de fuerte debate al haber sido utilizados como instrumentos de ataque a la deuda pública de algunos países, como es el caso de Grecia en 2010, o de empresas como AIG en EE.UU., o utilizados como derivados con activos subyacentes en hipotecas *subprime* (bajo precio o por debajo del costo) en esa misma época. La presión negativa y especulación de los participantes en estos contratos, muchas veces importantes entidades financieras, en su afán de que se produzca el evento disparador del pago de las sumas de dinero acordadas (*default*), trajo consecuencias económicas no deseadas. Incluso, orbitaron la crisis financiera argentina que se originó en 2001 y cuyo pago de vencimientos crediticios externos llevó más de una década, a partir de suscriptores de contratos CDS en torno a la situación de *default* de Argentina. En ese sentido, respecto de deuda soberana, los CDS se han convertido en un parámetro de medición de la economía de un país y/o de su capacidad de pago de su deuda, como en su momento lo fue el denominado “riesgo país”.

En ese contexto, muchas legislaciones han incorporado a su ordenamiento jurídico una *Ley de Netting*, entendiendo por tal la capacidad de *compensación* de los saldos resultantes de las operaciones concertadas con derivados, incluidos los CDS, entre las mismas contrapartes. Sin embargo, más allá de dicha incorporación, propiciada por ISDA y necesaria para lograr una mejor estabilidad del Mercado de Derivados en todas sus variedades (forwards, options, swaps, etc.), en materia de CDS se exigieron mayores controles a fin de evitar riesgo sistémico y/o especulativo como el de la Gran Crisis Financiera referida.

Por un lado, en Estados Unidos de América (EE.UU.), el Congreso sancionó la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Pub. L. 111-203, H.R. 4173), aprobada el 21 de julio de 2010, más conocida como *Dodd-Frank Act* por el nombre de los legisladores promotores de la misma, que se traduce, como su nombre lo indica, en una ley de reforma de Wall Street y de protección del consumidor financiero.

En el preámbulo se destaca que la nueva legislación tiene por objetivos promover la estabilidad financiera de Estados Unidos a través de una mayor responsabilidad y transparencia en el sistema financiero, eliminar los problemas derivados de entidades demasiado grandes para quebrar (*too big to fail*), proteger a los contribuyentes americanos de los costes de rescate de entidades financieras, y proteger a los consumidores de las prácticas abusivas.

Entre las principales disposiciones que regula la ley Dodd-Frank referentes a instrumentos derivados, en general, y CDS en particular, se destacan las siguientes:

.- El Título VI, "*Ley de Mejoras Regulatoras de las Sociedades de Ahorros de Bancos y de Ahorros e Instituciones Depositarias de 2010*", introduce la llamada "*Volcker Rule*" (nombre del ex Presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker). Con el objetivo de reducir la cantidad de inversiones especulativas en los balances de las grandes empresas, se limita a las entidades bancarias a **no poseer más del 3% en un fondo de cobertura o fondo de capital privado de la participación total. Todos los intereses de la entidad bancaria en los fondos de cobertura o fondos de capital privado no pueden exceder el 3% del capital Tier 1 de la entidad bancaria.** Además, ningún banco que tenga una relación directa o indirecta con un fondo de cobertura o un fondo de capital privado "*puede realizar una transacción con el fondo, o con cualquier otro fondo de cobertura o fondo de capital privado que esté controlado por dicho fondo*" sin revelar la totalidad de la relación y alcance a la entidad reguladora, y asegurando que no haya conflicto de intereses.

.- El Título VII, "*Ley de Transparencia y Responsabilidad de Wall Street*", refiere a la regulación de los Mercados OTC de Swaps. Esta sección incluye los CDS, junto a otros derivados y swaps negociados OTC. **La reforma más importante es la asimilación del Mercado OTC de Swaps a un Mercado estandarizado de Futuros.** Así, la Ley establece que los swaps, incluidos los CDS, deben ser compensados a través de intercambios o Cámaras Compensadoras (*clearing houses*), a la manera de los futuros. De hecho, se estableció como órgano de contralor un organismo de dicho mercado, denominado *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC).

.- Aunque la mayoría de las reglas están enfocadas en regular a las instituciones registradas como *Swap Dealers* (SD) y/o *Major Swap Participants* (MSP), entidades comerciales e instituciones financieras definidas en esta ley como *End Users*, aquellas que operan derivados OTC con el objetivo de mitigar sus riesgos financieros, serán también sujetas al cumplimiento de varios de los requerimientos contemplados por la regulación.

.- La Ley establece que las entidades bancarias no pueden realizar operaciones por cuenta propia (*proprietary trading*) ni apadrinar *hedge funds* o fondos de capital-riesgo. Aunque estas limitaciones (que contienen ciertas excepciones, como las operaciones con deuda pública, las efectuadas como creadores de mercado o las destinadas a la cobertura de riesgo) no se circunscriben a las entidades bancarias sistémicas, son estas las que suelen ser más activas con este tipo de posiciones y, por tanto, las más afectadas.

Las entidades financieras no bancarias consideradas como sistémicas no están sujetas a esta limitación, si bien, en su caso, la Reserva Federal deberá establecer requisitos regulatorios más exigentes e imponer ciertos límites para las operaciones de este tipo que realicen.

.- La información de los Mercados sobre los swaps, incluidos los CDS, debe ser pública, a través de información que debe ser proporcionada a la CFTC, y registrada (Sec. 727. *Public Reporting of Swap Transaction Data*). La CFTC tiene la facultad de establecer limitaciones en el volumen de las operaciones y posiciones, en post de la estabilidad del sistema y para prevenir excesiva especulación (Sec. 737 y cc.).

Sin embargo, la regulación del órgano de contralor designado (CFTC), tendiente a asimilar el Mercado de Swaps-CDS al Mercado de Futuros, recibió muchas críticas, incluso hasta el día de hoy⁶, y actualmente se busca tratar de flexibilizarlo⁷.

Además de Estados Unidos, la Unión Europea también va adelantada en la emisión y la implementación de reglas similares respecto del Mercado OTC de derivados y CDS, las cuales se aprobaron en un documento llamado *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), aprobado por la Comisión Europea el 19 de diciembre de 2012. EMIR requiere que todas las entidades que celebren contratos derivados, incluidos los CDS, presenten informes. Estos informes obligatorios también deben incluir un identificador de transacción único (Unique Transaction Identifier-UTI), un identificador de entidad legal (Legal Entity Identifier-LEI), información sobre la capacidad de negociación de la contraparte y la valoración de la posición marcada para el mercado. Los datos de contraparte en un informe incluyen 26 campos para datos y los datos comunes incluyen 59 campos de datos. Estos campos incluyen un LEI, o un código alfanumérico único de 20 dígitos que se puede usar para ocho de los 26 campos de datos de contraparte, y el identificador de comercio único, que se generan en base al LEI del informe. La registración de los CDS y la compensación es obligatoria.

Por otro lado, desde el BIS se propiciaron reformas por Acuerdo conocidas como Basilea I, Basilea II y Basilea III, bajo supervisión del organismo internacional sobre su adopción y cumplimiento.

“Desde entonces, el mercado ha experimentado una serie de importantes cambios. Los participantes han reducido sus exposiciones y eliminado contratos redundantes (...). Entre las reformas poscrisis cabe citar la estandarización de contratos, la ampliación de los requisitos de información, la compensación

⁶ Hester Peirce and Benjamin Klutsey eds., *Reframing Financial Regulation: Enhancing Stability and Protecting Consumers*, Arlington, VA: Mercatus Center at George Mason University, 2016; en particular, Chapter 7, *Reconsidering the Dodd-Frank Swaps Trading Regulatory Framework*, Hon. J. Christopher Giancarlo, Commissioner, US Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

⁷ El 8 de junio de 2017, la Cámara de Diputados del Congreso de EE.UU. aprobó la Ley de Elección Financiera (*Financial Choice Act*) que, de promulgarse, revertiría muchas de las disposiciones de Dodd-Frank.

centralizada obligatoria y la introducción de requisitos de aportación y reposición de márgenes para un abanico más amplio de derivados.”⁸

La regulación normativa tiende, entonces, a una mayor transparencia en la información de las operaciones CDS realizadas por los agentes del Mercado de Derivados, incluidas las entidades financieras.

Por ello, para lograr dichos objetivos, no basta con sancionar una *Ley de Netting*, aplicable al momento del incumplimiento o *default*, sino que resulta necesaria legislación preventiva para evitar el denominado riesgo sistémico, sobre todo en materia de inversores institucionalizados que captan ahorro público. Pues bien, dicha normativa preventiva tiende al registro de las operaciones como forma de control, y luego, la difusión de la información de dicho Mercado. En el caso que se trate de operaciones CDS realizadas por entidades financieras, el control está a cargo de los Bancos Centrales.

El 17 de diciembre de 2009, el Comité de Basilea en Supervisión Bancaria del BIS publicó el documento “Strengthening the Resilience of the Banking Sector”, que propone modificaciones en la regulación bancaria como respuesta a la crisis financiera internacional de 2008-2010.

Entre las medidas propuestas en dicho documento, se introdujo un **ratio de apalancamiento o leverage ratio (RA)**⁹, de fácil construcción y comparación entre jurisdicciones, como medida complementaria al requerimiento de capital bajo el Acuerdo denominado “Basilea II”. **El Comité recomienda un RA mínimo de 3%**, similar al fijado en la *Dodd-Frank Act*, el cual se define de la siguiente manera: RA = Medida de Capital / Medida de Exposición. La Medida de Capital corresponde al capital de nivel básico o *Tier I* (capital pagado; reservas legales; prima suplementaria de capital; reservas facultativas; y, utilidades del ejercicio en curso y de ejercicios anteriores que cuenten con acuerdo de capitalización). La Medida de Exposición corresponde a cuatro clases de exposiciones: Activos dentro del Balance; Transacciones de Financiamiento con Valores (*Securities Financing Transactions* o SFT); **Derivados**; y, Cuentas Contingentes u Operaciones fuera del Balance.

Ello significa que para poder cumplir con dicha ratio de apalancamiento (RA), y determinar los niveles de exposición del patrimonio o capital de una entidad financiera por realizar operaciones con derivados, en general, y CDS, en particular, los cuales pueden multiplicar el apalancamiento, es necesario conocer e informar el volumen de

⁸ Torsten Ehlers-Iñaki Aldasoro; *El mercado de swaps de incumplimiento crediticio: cuántos cambios en tan solo un decenio*; Informe Trimestral del BPI, junio 2018, *op. cit.*

⁹ Lanús Ocampo, María Cecilia, *Crisis financiera global. Incidencia en los mercados financieros y en las instituciones nacionales ¿Converger hacia una regulación uniforme?*, Buenos Aires, La Ley, Sup. Act. 14/05/2009, 1: “Apalancamiento o “Leverage” es el efecto que el endeudamiento introduce en la rentabilidad de los capitales propios, cuyos resultados pueden reforzarse por encima de lo que se derivaría de sus recursos originales. La condición necesaria para que se produzca el apalancamiento amplificador es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el tipo de interés de las deudas. La formula simple de medir es Apalancamiento = Deuda sobre Patrimonio ($L=D/E$).”

operaciones con CDS. De allí que la regulación normativa debe estar orientada a la registración y difusión de información relativa a estos instrumentos.

Asimismo, la declaración final de la Cumbre de Líderes del G-20 realizada en Cannes, Francia, en el año 2011, solicitó al Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board - FSB) del BIS que, con el asesoramiento del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), extendiera el marco diseñado para los bancos de importancia sistémica global (“Global Systemically Important Banks”, G-SIBs) a las entidades de importancia sistémica local (“Domestic Systemically Important Banks”, D-SIBs). Para cumplir con ese requerimiento, el BCBS difundió, en octubre de 2012, el conjunto de principios que deben seguir los supervisores bancarios a la hora de establecer el esquema a aplicar a las entidades financieras consideradas como de importancia sistémica a nivel de cada jurisdicción. La metodología identifica a los bancos globalmente sistémicos en base a 5 indicadores que reflejan su tamaño, interconexión, la falta de sustitutos o de infraestructura financiera alternativa para los servicios que prestan, el alcance de su actividad interjurisdiccional y su complejidad. Dentro del indicador “complejidad” se encuentra la “**Negociación de derivados**” de cada entidad bancaria. Una vez ponderados los 5 indicadores por cada entidad, se le asigna una puntuación entre 0 y 1, según su menor o mayor riesgo para el sistema.

Por lo tanto, también para ponderar si una entidad financiera argentina puede generar riesgo sistémico local, o incluso regional, el BIS aconseja monitorear el volumen de sus operaciones de derivados, no sólo en mercados formales locales, como por ejemplo el MAE, sino también operaciones OTC, como en el caso de los CDS.

He aquí el aspecto central de la presente investigación: ¿se han ideado y/o legislado mecanismos de control de tales instrumentos cuando los operadores son entidades bancarias?; ¿qué normas legales existen en materia de Derecho Bancario Comparado en Latinoamérica, donde el Mercado de Derivados está más desarrollado que en Argentina, para registrar las operaciones CDS?; ¿el registro de las operaciones CDS realizadas por entidades bancarias, a través de los Bancos Centrales, resulta suficiente?

Capítulo II

Objetivos de la investigación

Uno de los propósitos del proyecto de investigación es el de generar datos relacionados con las operaciones CDS que se realizan, y que se vayan a realizar en Argentina, a partir de la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440), que reflejen el volumen de las mismas y su incidencia en el sistema bancario, bajo el régimen normativo actual, en comparación con normativa extranjera en la materia. En particular, se desarrollará la experiencia en países latinoamericanos, donde la experiencia con derivados es más prolífica, a fin de determinar aspectos a tener en cuenta para desarrollar un registro local de CDS a través del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

El problema, objeto de estudio, radica en el desconocimiento, en el mundo en general, y en nuestro país en particular, de los instrumentos CDS que se celebran diariamente fuera del control de los mercados de valores, precisamente porque esa es su propia naturaleza, que luego, por su volumen y la cantidad de operaciones de diversa índole y de diversa raíz económica sobre la que pretenden asegurarse ciertas ganancias eventuales, determinan una presión extra, incluso, para que se obtenga determinado resultado o desenlace de determinada empresa o entidad bancaria (*default*, por ejemplo) para hacer efectivas cláusulas de dichos contratos. De allí la importancia de la recolección de datos precisos sobre la cantidad de este tipo de operaciones que se realizan en nuestro país, y en qué tipo de actividades, para luego extraer conclusiones sobre su regulación normativa y su registración.

Actualmente, las propuestas en torno a la legislación de los CDS son apriorísticas y de asimilación de normativa extranjera, como es el caso de la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440), sin profundizar en la recopilación de datos sobre su funcionamiento en nuestro país, independientemente de cómo funcionen en otras partes del mundo. Si no conocemos aquello que pretendemos regular no podremos regularlo eficientemente.

Los hechos evidencian que los CDS existen en los mercados financieros desde hace tiempo, habiendo adquirido protagonismo, incluso a nivel mediático, en una sola de sus vertientes, esto es, aquellos instrumentos relacionados con la evolución de los títulos valores o bonos públicos emitidos por un país soberano y la especulación consecuente. Dichos tipos de CDS dispararon las alarmas internacionales con el fin de intentar su regulación o encuadramiento normativo, aunque todavía no existe consenso. Lo cierto es que existen, generan consecuencias jurídicas, fueron ideados en el extranjero, y son utilizados y promovidos por entidades extranjeras que, a su vez, operan en Argentina. Los organismos y asociaciones (BIS; ISDA) que registran las operaciones y ofrecen modelos tipo de contrato también están integrados por dichas instituciones. La globalización, y la forma de hacer negocios en la actualidad, de manera masiva, electrónica y entre empresas de diferentes países y continentes, han llevado a la proliferación de este y otros instrumentos económico-legales. Con lo cual, una de las consecuencias de negociar e interactuar a nivel global es la herencia de contratos o instrumentos jurídicos foráneos que van mutando, y a los cuales muchos contratantes se someten porque forman parte de la forma del mercado actual.

Los CDS favorecen la diversificación de las inversiones, lo cual es un principio importante en cuanto a motor de la economía, pero su concentración excesiva puede traer consecuencias negativas no deseadas. Ello lleva a intentar una regulación específica, en base a parámetros que siguen en estudio: limitación en la cantidad de CDS por operación; transparencia en la titularidad de los mismos; limitación de la posibilidad de transferir los CDS a terceros no contratantes; compensación de sumas teniendo en cuenta las sumas ya abonadas en concepto de prima y la suma total pretendida en caso de ocurrir el evento riesgoso (“netting”), lo cual limitaría la especulación porque la ganancia presunta no sería exorbitante.

Surgen interrogantes: ¿las herramientas jurídicas existentes en nuestro ordenamiento jurídico son suficientes para enfrentar potenciales conflictos entre tenedores de CDS en nuestro país?; ¿es necesario modificar la forma de registración actual de los CDS del BCRA, adaptándola a la tendencia más eficiente existente en otros ordenamientos jurídicos?

Aún alejándonos de los CDS de deuda soberana, que no son objeto de estudio, pueden celebrarse contratos CDS relativos a la evolución de determinado préstamo otorgado por una entidad financiera argentina a una empresa argentina, por ejemplo. De ser así, según la capacidad de cumplimiento de dicha empresa, el banco argentino conviene con un operador del Mercado de Derivados el pago de determinada prima a través de un contrato CDS, para asegurar mediante dicho instrumento el préstamo otorgado, y de producirse el evento riesgoso, como ser la quiebra de la empresa, la entidad que pagaba la prima pasa a cobrar una suma de dinero importante por haber ocurrido dicho evento. El problema radica en la especulación que puede fomentar este tipo de operaciones, no ya a nivel individual, sino colectivo, que pueden generar una presión negativa para que sí o sí se produzca el evento disparador del pago de los contratos, sin importar la suerte que corra la empresa. De ahí la importancia de contabilizar la cantidad de CDS por empresa u operación, porque a mayor cantidad de CDS concentrada en una misma operación, mayor es la posibilidad de especulación y presión negativa.

Dicha situación se replica en el sistema bancario argentino objeto de estudio. Aún más, si existen resoluciones del BCRA sobre encaje mínimo, previsión, etc., tendientes a evitar ciertos riesgos propios de la actividad bancaria, nada impide que se dicten otras tendientes a prevenir el riesgo inherente a dispersión de los CDS. De hecho, dicho riesgo no se traduce con la misma peligrosidad en torno a otros contratos derivados, como ser forward, futuro, etc., que sí están debidamente registrados y controlados en nuestro país.

En suma, este tipo de contratos derivados, aleatorios, onerosos y económicos, expresan el máximo de aleatoriedad posible en las contrataciones modernas. Dicha aleatoriedad (derivada de la propia libertad de contratación de las partes, no de ninguna ilegalidad) colisiona, en materia financiera, con principios económicos actuales de previsibilidad en las operaciones que se celebren, sobre todo por parte de las entidades financieras, que en la práctica deben ajustarse a las “Recomendaciones de Basilea” en ese sentido. Es decir, al mismo tiempo que imperan tendencias económicas para evitar riesgos innecesarios, sistémicos y/o especulativos, también existen instrumentos que se ubican en la vereda contraria a dicha previsibilidad de los riesgos o la constitución de garantías frente a los mismos. Las mismas entidades que cumplen normas de previsión de riesgos ofertan y realizan contrataciones de suma aleatoriedad como los CDS, en nuestro país y en el mundo. Sobre lo primero, hoy en día existe mucha legislación, tanto emanada del Congreso como del BCRA, pero sobre lo segundo en nuestro país todavía existe una laguna normativa, incluso tras la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440).

Capítulo III

Metodología

Entre los objetivos perseguidos y los métodos a aplicar para alcanzarlos se enuncian los siguientes:

.- Determinar la cantidad de instrumentos de tipo CDS en circulación en la Argentina en el sistema bancario, su volumen, tipo y monto de operaciones involucradas, entidades contratantes, moneda pactada, en qué actividades se desarrollan, qué activos subyacentes toman como base para la contratación. Dicha investigación habrá de realizarse a través de los registros del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en su página web, información de acceso público. La desagregación y detalle de cada operación determinarán variables que permitirán extraer conclusiones sobre la clase de contratos CDS que existen en nuestro sistema bancario.

.- Determinar si, de dicha registración, surge que el BCRA controla el volumen de operaciones garantizadas a través de CDS a fin que no resulte asimétrico respecto de la capacidad de pago de la entidad bancaria respectiva.

.- A través de un método cuantitativo comparativo, se buscará establecer la verdadera magnitud de las operaciones involucradas en el sistema bancario argentino a través de contratos CDS, en el período escogido.

.- Determinar si, del volumen de operaciones realizadas en nuestro país bajo la modalidad CDS, puede concluirse, por su importancia e incidencia en el mercado local, que resulta imperativa su registración específica. Y en sentido opuesto, de no ser su volumen de importancia, resulta justificable su legislación a fin de promover su crecimiento como forma de inversión. Si bien no existe un número exacto de contratos CDS del cual pueda derivarse su importancia, esto es, resulta a primera vista subjetivo, ello se completa con la comparación con otras economías regionales.

.- Dado que la regulación normativa de este tipo de operaciones es, como en muchos otros institutos del Derecho argentino, extranjera, pretendiéndose su adaptación al mercado local, a través de un método cualitativo, se buscará determinar si la asimilación de reglas provenientes de otros ordenamientos jurídicos es la mejor opción para registrar los contratos CDS. Como demuestra la experiencia en muchos otros casos, las adaptaciones no siempre resultan indicadas para el ordenamiento local, y originan múltiples interpretaciones cuando entran en colisión con otros principios e institutos del sistema normativo. Para ello, se buscará el tipo de registración en los Bancos Centrales de Perú, Chile, y México, y su cuantificación, a través de las bases de datos de los mismos, de acceso público.

.- Analizar la incidencia de las Recomendaciones del BIS y de ISDA, en materia de CDS a nivel país. Es decir, dado que muchas de las entidades financieras locales son miembros de ambos organismos, y dado también que varias entidades financieras locales utilizan los contratos modelo de ISDA para realizar operaciones de tipo CDS, es

determinante profundizar la investigación de la normativa e instrumentos internacionales que tengan incidencia en operaciones realizadas en nuestro país, porque se celebran teniendo en cuenta dichos parámetros.

Capítulo IV

IV.1 Registro de operaciones CDS de entidades financieras

La falta de registración de los CDS atenta contra la previsibilidad en las contrataciones con entidades financieras a través del Mercado de Derivados. ¿Por qué?

Pues bien, en un escenario favorable, el acreedor o los acreedores titulares de tales instrumentos cobrarán del deudor original la deuda sin tener que ejecutar la cláusula de incumplimiento o *default* respecto del co-contratante que se iba a hacer cargo de pagar dicho *default* y luego ejecutar al deudor original, y los mismos sólo habrán invertido en el pago mensual de la prima correspondiente al contrato por dicha cobertura. Ahora bien, en un escenario desfavorable, ante el *default* del deudor original, el acreedor cobra del co-contratante a quien le ha pagado periódicamente la prima y éste ejecuta y lo puede hacer por un precio muy superior al de la deuda original. Y allí es donde la regulación cede frente al encarecimiento del crédito y su ejecutabilidad. El límite razonable de utilización de estos instrumentos sería que el propio *default* de la empresa o deudor original no se convierta en un mejor y mayor negocio que el cumplimiento del contrato que buscó el crédito para poder fondearse.

Asimismo, para la entidad financiera que celebra el CDS, ello también implica endeudamiento: por un lado, el del préstamo que otorga o bono en el que invierte, como activos subyacentes, y por otro lado, el del CDS a través de la prima que debe pagar en caso de no mediar incumplimiento, como contrato derivado. El flujo de pagos provenientes del activo subyacente debe cuadrar en el flujo de pagos de la prima durante el plazo de vigencia del activo subyacente y del contrato derivado.

Eso es precisamente lo que ocurre en torno a los títulos valores de los Estados soberanos, que si bien no son objeto de estudio, en este aspecto la analogía es aplicable: el monto de los CDS supera ampliamente su PBI, respecto de aquellos países con poca capacidad de pago o altos niveles de endeudamiento, como Argentina actualmente. Dicha situación debe limitarse respecto de las entidades financieras, por cuanto todo Estado siempre tiene mayores capacidades de pago y refinanciación, por la sencilla razón que el Estado no puede dejar de funcionar, no se detiene, debe continuar, cambiarán los gobiernos pero el Estado no desaparece (no necesariamente). Las entidades financieras sí pueden desaparecer o liquidarse. Por lo tanto, el monto de los CDS que celebran, como endeudamiento, no debe superar su capacidad de pago y patrimonio.

Dicho de otro modo: respecto de una misma entidad que financia determinado proyecto nacional o internacional y en el cual resultarán involucrados estos contratos derivados, dicha cobertura nunca puede superar el patrimonio y capacidad de pago de la

propia entidad que ponga en riesgo la misma. Para ello, la registraci3n de estas operaciones ayudar3a a que se contabilizara adecuadamente su nivel de endeudamiento a trav3s de estos contratos, y tambi3n contribuir3a a mantener la igualdad entre los acreedores de un mismo proyecto de inversi3n. Recordemos, en ese sentido, que los contratos CDS, como contratos derivados, a partir de la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440), son ejecutables contra el deudor sin aplicaci3n del procedimiento de la Ley de Concursos y Quiebras (ley 24.522) y la Ley de Entidades Financieras (ley 21.526) en cuanto al proceso de liquidaci3n de dichas entidades por parte del BCRA. Por ello, si no se registran, ni se difunde informaci3n de su existencia por parte del Banco Central, quien celebrara un contrato CDS con una entidad financiera podr3 cobrar primero que cualquier otro acreedor de aqu3lla ante su *default*, sin ning3n tipo de previsibilidad. De ah3 la necesidad de profundizar su registraci3n, a la par que la del resto de contratos derivados celebrados por una misma entidad financiera.

En ese contexto, teniendo en cuenta la Gran Crisis Financiera 2007-2009, la tendencia actual a nivel mundial se orienta a la registraci3n por parte de los Bancos Centrales de las operaciones realizadas por las entidades financieras a trav3s de CDS, algunos con mayor detalle y precisi3n que el resto. Asimismo, si bien no es el objeto de estudio del presente trabajo, en algunos pa3ses la registraci3n es obligatoria respecto de otras entidades, como ser aseguradoras, administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, etc.

As3, nos encontramos con registros de Bancos Centrales en los cuales se toma nota de distinta informaci3n. En algunos casos se anota el volumen de operaciones de swap, todas juntas y mezcladas, sin distinguir de qu3 tipo de swap se trata, incluídos los CDS; en otros casos se anota la cantidad de operaciones CDS; en casi todos los casos, se recopila la informaci3n proveniente de las entidades financieras en materia de CDS, mas la divulgaci3n de dicha informaci3n es incompleta o difusa.

En ese sentido, existen tres grados de an3lisis de datos:

- a) **Informaci3n:** los Bancos Centrales exigen a las entidades financieras informaci3n relativa a las operaciones con derivados con diferentes niveles de especificidad, incluyendo los CDS;
- b) **Registro:** toda captaci3n de datos es obligatoria y compulsiva, por cuestiones de orden p3blico, como es el caso de la informaci3n diaria, mensual, trimestral, etc., que las entidades financieras deben informar a los Bancos Centrales respecto de las operaciones de derivados. La finalidad puede ser de control de cumplimiento regulatorio de la actividad, estadística, evaluaci3n del sistema financiero, etc., todo lo cual lleva a la necesidad de registrar la informaci3n brindada por las entidades. Si tienen obligaci3n informativa, la informaci3n deriva en una necesaria registraci3n de datos sobre operaciones financieras, incluyendo las operaciones de derivados en general y CDS en particular. Dichos registros, a su vez, en el caso de los CDS, pueden ser espec3ficos o difusos, lo cual ser3 objeto de an3lisis. Cabe aclarar que la registraci3n de operaciones de derivados por parte de los Bancos Centrales no tiene la misma finalidad ni efecto

jurídico que los que poseen otro tipo de “Registros” propiamente dichos sobre determinados actos jurídicos relativos a determinados bienes. Por ejemplo, la oponibilidad frente a terceros. En el caso del registro de operaciones de derivados, en general, y CDS, en particular, la finalidad es disminuir el denominado riesgo sistémico y de apalancamiento que lleva ínsito operar con estos instrumentos;

c) Divulgación: una vez recopilada y registrada la información, además de las observaciones de control que deben hacer los Bancos Centrales, luego prosigue la difusión de dicha información para conocimiento de la comunidad en general y el sistema financiero en particular. Dicho difusión, sujeta en la mayoría de los países latinoamericanos a leyes y normas de “Acceso a la Información Pública”, constituyen la base de la investigación¹⁰. Por ejemplo, qué volumen de operaciones CDS realizan las entidades financieras. Dicho volumen, si es que está desagregado como información, es el que puede permitir determinar hasta qué punto puede autorizarse a una entidad financiera a operar con CDS, por su nivel de apalancamiento, sujetos al patrimonio de la entidad.

Sentados los principios sobre los cuales se funda la necesidad de registrar las operaciones CDS realizadas por entidades financieras en Argentina, a fin de no emular las crisis sistémicas ya referenciadas, a continuación he de desarrollar las características principales de la registración de CDS en países latinoamericanos a través de los Bancos Centrales, cuyos datos son de acceso público. Una vez descriptos los sistemas de registración, se desarrollará el que se encuentra vigente en nuestro país, a través del Banco Central de la República Argentina, y en comparación con los sistemas existentes en los otros países objeto de estudio y el registro del BIS en la materia.

IV.2 Derecho comparado: forma de registro de operaciones CDS de entidades financieras en Latinoamérica a través del Banco Central

Chile

Las operaciones de derivados, incluidos los CDS, de los bancos comerciales chilenos se encuentran reguladas por el Banco Central de Chile (BCCH) y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)¹¹. El Banco Central

¹⁰ El BCRA es Sujeto Obligado en los términos del inciso o), artículo 7, de la Ley 27.275 (Derecho de Acceso a la Información Pública), con las excepciones del artículo 8 (en particular, inciso b) Información que pudiera poner en peligro el correcto funcionamiento del sistema financiero o bancario, e inciso f) Información elaborada por los sujetos obligados dedicados a regular o supervisar instituciones financieras o preparada por terceros para ser utilizada por aquellos y que se refieran a exámenes de situación, evaluación de su sistema de operación o condición de su funcionamiento).

¹¹ La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) fue creada en 1925 y es una institución pública, autónoma, cuyo estatuto se encuentra en el Título I del texto refundido de la Ley General de Bancos de Chile, según decreto con fuerza de Ley Nro. 3 del Ministerio de Hacienda de 1997, y se relaciona con el Gobierno a través de ese Ministerio. El jefe superior de la SBIF es el Superintendente, quien es nombrado por el Presidente de la República.

dedica dos capítulos de sus normas a estas operaciones: el capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras: “Contratos con productos derivados en el mercado local”, y el capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI): “Operaciones con instrumentos derivados”. La Superintendencia, a su vez, también recopila información actualizada sobre operaciones con derivados.

En el Capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras, el BCCH establece:

“CONTRATOS CON PRODUCTOS DERIVADOS EN EL MERCADO LOCAL

Para los efectos de las presentes normas se considerará producto derivado toda operación, contrato o convención cuyo resultado financiero dependa o esté condicionado a la variación o evolución del precio o rentabilidad de otro activo o combinación de ellos, y que sea pagadero en el país en moneda nacional.

1.- Se sujetarán a las normas contenidas en el presente Capítulo los contratos de futuros, forwards, swaps y combinaciones de éstos, sobre moneda nacional o unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés locales e instrumentos de renta fija, que celebren las empresas bancarias establecidas en Chile, entre sí o con terceros domiciliados o residentes en el país, así como los contratos de futuros, forwards, swaps y combinaciones de éstos, sobre moneda extranjera y tasas de interés extranjeras que celebren los bancos establecidos en Chile, entre sí o con terceros domiciliados o residentes en el país.

Esta normativa se aplicará también a los contratos de opción en virtud de los cuales las empresas bancarias establecidas en el país concedan en favor de su contraparte, sujeto al plazo de vencimiento que se establezca, la facultad de ejercer un derecho a la compra (“call”) o a la venta (“put”) sobre determinados activos de naturaleza financiera consistentes o expresados en monedas, tasas de interés, efectos de comercio u otros instrumentos de renta fija cuya adquisición o enajenación, según corresponda, se encuentre autorizada a la institución emisora de la opción. (...)

Los contratos que celebren las empresas bancarias, en bolsa o fuera de bolsa, según sea el caso, deberán corresponder a contratos de futuros o de forwards sobre monedas, unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés e instrumentos de renta fija; contratos de opción sobre monedas, unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés o instrumentos de renta fija; o contratos swaps de monedas y tasas, según corresponda. En ningún caso, los contratos antedichos podrán efectuarse sobre acciones o índices que consideren precios accionarios. (...)

4. Los contratos deberán estipular, a lo menos, lo siguiente:

i) El monto principal o nominal contratado en la operación, expresado en pesos, en alguno de los sistemas de reajustabilidad autorizados por el Banco Central o alguna de las monedas con cotización diaria a que se refiere el N° 2 anterior.

ii) Período de vigencia del contrato, indicando sus fechas de inicio y vencimiento.

iii) La moneda, tipo de interés o instrumento, subyacente en la operación, indicándose el plazo del referido instrumento, el plazo de recálculo de la tasa como el de aplicación de la misma.

iv) La moneda, tasa de interés o precio de referencia o spot, cuyo cambio de valor permitirá liquidar, en pesos moneda nacional, la obligación de pago de una de las partes.

En el caso de contratos de opción, deberá estipularse también el plazo y el precio aplicables para el ejercicio de la opción respectiva. (...)

6. Las operaciones contratadas según las disposiciones del presente Capítulo deberán computarse para los efectos del cumplimiento de las normas y limitaciones referentes a las relaciones entre operaciones activas y pasivas establecidas en los numerales 1¹² y 2¹³ del Capítulo III.B.2 de este Compendio, para lo cual deberán computarse los respectivos activos y pasivos subyacentes que permitan generar el pago o compensación del respectivo contrato.

Las operaciones contratadas entre instituciones financieras establecidas en el país, según las normas del presente Capítulo y del Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, deberán computarse también para los efectos del cumplimiento de los límites dispuestos en el N° 3 del Capítulo III.B.2 de este Compendio.¹⁴

¹² “En lo referente a las relaciones que deben observarse entre operaciones activas y pasivas, las disposiciones establecidas en el presente Capítulo describen las normas y estándares mínimos a los cuales se debe ajustar el proceso de gestión de liquidez de las empresas bancarias. Las empresas bancarias deberán desarrollar este proceso con el propósito de mantener una adecuada posición de liquidez, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, que les permita cumplir oportunamente con sus obligaciones de pago en condiciones normales y en situaciones excepcionales cuya ocurrencia resulte plausible, resultantes en este último caso de cambios no previstos en las condiciones generales del mercado o en la situación financiera particular de la empresa bancaria, denominadas en lo sucesivo “escenarios de tensión”. Para asegurar el cumplimiento de este objetivo, el banco deberá establecer compromisos estratégicos, explicitados a través de una Política de Administración de Liquidez (PAL) aprobada por su directorio. El establecimiento de un proceso de gestión de liquidez robusto requerirá la participación del directorio, la administración y la gerencia que desempeñe las funciones independientes de medición y control del referido riesgo. Este proceso deberá incluir la definición de variables y metodologías de carácter objetivo y verificable que resulten aplicables en la identificación, medición, limitación y control del riesgo de liquidez; así como pruebas de tensión y planes de contingencia para los escenarios de tensión identificados en relación con la materialización de dicho riesgo. (...)”

¹³ “Las instituciones financieras regidas por esta normativa deben medir y controlar la exposición a las pérdidas en que puedan incurrir como resultado de cambios adversos en las tasas de interés de mercado, en el valor en moneda nacional de las monedas extranjeras y de las unidades o índices de reajustabilidad en que están expresados los instrumentos, contratos y demás operaciones, que registren en el activo o en el pasivo. Dicha exposición deberá mantenerse en todo momento conforme a los límites establecidos en esta normativa. Definiciones 1.1. Para los efectos de este Capítulo, se establecen las siguientes definiciones: Riesgo de Tasas de Interés: la exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en las tasas de interés de mercado y que afectan el valor de los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance. Riesgo de Monedas: la exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en el valor en moneda nacional de las monedas extranjeras, incluido el oro, en que están expresados los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance. Riesgo de Reajustabilidad: la exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en las unidades o índices de reajustabilidad definidos en moneda nacional en que están expresados los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance. Riesgos de Mercado: incluye los riesgos de tasas de interés, de monedas y de reajustabilidad. Libro de Negociación: aquella parte del balance compuesta por posiciones en instrumentos, contratos u operaciones, tanto del activo como del pasivo que, valorados a precios de mercado y libres de toda restricción para su venta, se negocian activa y frecuentemente por la institución financiera, o se mantienen en cartera con el propósito de venderlos en el corto plazo, o de beneficiarse de posibles variaciones en sus precios de mercado en dicho plazo. En todo caso, y sin perjuicio de lo anterior, los criterios específicos para efectos de determinar los instrumentos, contratos y demás operaciones que pueden formar parte del libro de negociación serán aquellos que establezca la Superintendencia. Libro de Banca: las posiciones en instrumentos, contratos y demás operaciones, tanto del activo como del pasivo, que no forman parte del libro de negociación. Pruebas de Tensión: las pruebas o ejercicios utilizados para evaluar el impacto de la exposición a un determinado tipo de riesgo de mercado ante situaciones o escenarios excepcionales pero plausibles. Pruebas Retrospectivas: las pruebas o ejercicios utilizados para evaluar el grado de precisión o confiabilidad estadística de los resultados obtenidos de un modelo interno de medición de riesgo. (...)”

¹⁴ “Los préstamos, depósitos o captaciones u otras acreencias que una institución financiera establecida en el país adeude a otra, y cuyo plazo residual de vencimiento sea igual o inferior a un año, no podrán exceder del 5% del activo circulante de la institución financiera deudora. En todo caso, no más de un 40% del activo circulante de una institución financiera podrá estar financiado con préstamos, depósitos o

7. Las operaciones con productos derivados de que trata el presente Capítulo, sobre moneda extranjera y tasas de interés extranjeras, deberán, asimismo, en lo que corresponda, dar cumplimiento a las disposiciones del Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. (...)

8. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, en uso de sus atribuciones legales, establecerá las normas de información al público que las instituciones financieras deberán proporcionar respecto de sus operaciones con productos derivados y los procedimientos de control aplicables a estos contratos. Asimismo, dictará las normas contables y fiscalizará el cumplimiento del presente Capítulo. (...)

Es decir, los bancos chilenos deben informar los contratos derivados que celebran en el mercado local, entre ellos los swaps. A su vez, al celebrar dichos contratos, deben respetar los porcentajes y límites legales en materia de equilibrio de activos y pasivos para evitar riesgos de liquidez. Ahora bien, la normativa no aclara que las entidades financieras deban informar los CDS que celebren, por lo menos expresamente y con dicha sigla de identificación.

En el Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales se establece:

“1.- Este Capítulo establece las normas relativas a la información de las operaciones con “instrumentos derivados”, que personas domiciliadas o residentes en Chile, incluidas las Empresas Bancarias establecidas en el país, en lo sucesivo los USUARIOS, realicen con personas domiciliadas o residentes en el exterior; o en el país con Entidades del M.C.F.¹⁵

4.- Los USUARIOS deberán informar al Banco, aquellas modificaciones de los contratos que se refieran a: fecha de vencimiento, precios pactados, precios referenciales de mercado a utilizar en caso de compensación, cambios en la modalidad de entrega, los montos involucrados y las partes compradora o vendedora, de acuerdo con las instrucciones señaladas en el Capítulo IX del Manual.

A.- OPERACIONES A REALIZAR CON PERSONAS DOMICILIADAS O RESIDENTES EN EL EXTERIOR

*Los USUARIOS deberán informar al Banco las operaciones que se generen o emanen de contratos de: futuros, forwards, swaps, opciones, **derivados de créditos** y combinaciones de éstos, que se refieran a: monedas extranjeras; tasas de interés extranjeras; instrumentos de renta fija o variable; colocaciones comerciales; productos básicos e índices accionarios, que se transen en Bolsas del Exterior, sea que los mencionados contratos se realicen en Bolsa o fuera de ella, en conformidad con lo señalado en el Capítulo IX del Manual.*

Asimismo, deberán informarse aquellas operaciones que se generen con ocasión de los contratos señalados, cuando éstos se refieran a pesos, a “Unidades de Fomento” o a tasas de interés nacionales en que se haya convenido que los pagos involucrados se van a realizar en moneda extranjera.” (lo resaltado me pertenece)

captaciones u otras acreencias, de otras instituciones financieras establecidas en el país, cuyo plazo residual de vencimiento sea igual o inferior a un año. (...)

¹⁵ Mercado Cambiario Formal: está constituido por empresas bancarias y por las casas de cambios autorizadas. El Banco Central establece que ciertas operaciones se realicen exclusivamente en el mercado cambiario formal. Todas las operaciones realizadas dentro de este mercado se informan al BCCH.

En cuanto a las operaciones con instrumentos derivados en el mercado internacional, sí se menciona expresamente a los derivados de créditos o CDS en la normativa del BCCH.

En resumen, todos los activos subyacentes de las operaciones con derivados que realicen los bancos chilenos deben estar autorizados por estas normas, de las cuales se desprende que los bancos comerciales pueden transar futuros, forwards, swaps, derivados de crédito (CDS), opciones, o combinaciones de éstos, de monedas nacionales y extranjeras, tasas de interés nacionales y extranjeras, instrumentos de renta fija o variable, algunos a realizarse en Chile, como futuros o forwards, y otros en el extranjero, como es el caso de las opciones y los derivados de crédito (CDS).

Una vez proporcionada la información por parte de las entidades bancarias, el BCCH realiza distintas bases de datos para estadísticas, y en lo que resulta objeto de investigación, presenta estadísticas sobre operaciones de derivados en general realizadas por las entidades en términos diarios, mensuales, globales, etc. Asimismo, la mayor parte de la información se refiere a operaciones donde el activo subyacente es monetario o tasa de interés:



Introducción

Posiciones netas, según contraparte (millones de dólares)	
Sector Externo	\$ -20.972
Empresas Sector Real	\$ -898
Fondos de Pensiones	\$ 19.560
Compañías de Seguros	\$ 8.525
Corredoras y FFMM	\$ 1.871
Otros Sectores	\$ 1.585
Total	\$ 9.672

Suscripciones Derivados, según contraparte (millones de dólares)	
Sector Externo	\$ 41.703
Empresas Sector Real	\$ 9.540
Fondos de Pensiones	\$ 11.660
Compañías de Seguros	\$ 2.543
Corredoras y FFMM	\$ 2.409
Otros Sectores	\$ 3.181
Total	\$ 71.045

Transacciones Spot, según contraparte (millones de dólares)	
Sector Externo	\$ 3.724
Empresas Sector Real	\$ 15.742
Fondos de Pensiones	\$ 5.002
Compañías de Seguros	\$ 1.033
Corredoras y FFMM	\$ 7.965
Otros Sectores	\$ 3.122
Total	\$ 36.588

Informe Mensual agosto 2018

Estadísticas del Mercado Cambiario

A continuación se presentan las principales estadísticas cambiarias del Mercado Cambiario Formal (MCF), con datos actualizados a agosto de 2018 para operaciones de moneda local con monedas extranjeras. Las definiciones y una mayor desagregación de las series contenidas en este informe se encuentran disponibles en la **Base de Datos Estadísticos del Banco Central de Chile**.

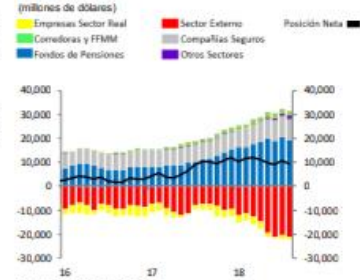
Contacto: dineroybanca@bcbcentral.cl

Mercado de Derivados, posiciones netas

Al cierre de agosto, el Mercado Cambiario Formal presentó una disminución de su posición compradora neta de US\$1.002 millones, situándose en US\$9.672 millones (Gráfico 1 y anexo).

Lo anterior fue explicado por una reducción de la posición de compra neta a futuro a los Fondos de Pensiones en US\$1.126 millones, cerrando el mes con un saldo de US\$19.560 millones.

Gráfico 1: Derivados, posiciones netas del Mercado Cambiario Formal, según contraparte (G1).



Fuente: Banco Central de Chile.

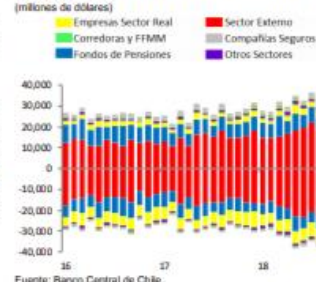
[Ver datos](#)

Mercado de Derivados, suscripciones

Durante el mes, el volumen de suscripciones de derivados de moneda extranjera disminuyó en US\$403 millones, alcanzando un total de US\$71.045 millones (Gráfico 2).

La variación del periodo se debió a una menor actividad de los Fondos de Pensiones de US\$1.242 millones, transando US\$11.660 millones, seguido de una disminución de US\$801 millones del Sector Externo, totalizando US\$41.703 millones. Lo anterior fue parcialmente compensado por un incremento de los restantes sectores de US\$1.640 millones, totalizando US\$17.681 millones.

Gráfico 2: Derivados, suscripciones del Mercado Cambiario Formal, según contraparte (G2).



Fuente: Banco Central de Chile.

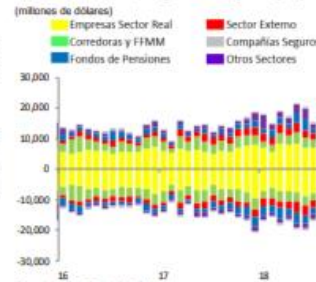
[Ver datos](#)

Mercado Spot

El total de las compras y ventas del mercado spot presentó un crecimiento de US\$4.252 millones en relación con el mes anterior, sumando US\$36.588 millones (Gráfico 3).

Este incremento respondió principalmente al mayor monto transado por las Corredoras y FFMM en US\$2.927 millones, totalizando US\$7.965 millones, seguido por los Fondos de Pensiones con un alza de US\$1.379 millones, llegando a US\$5.002 millones.

Gráfico 3: Spot, transacciones del Mercado Cambiario Formal, según contraparte (G3).



Fuente: Banco Central de Chile.

[Ver datos](#)

Figura 1

Así, el BCCH recopila información de contratos de derivados que realizan las entidades financieras y otras instituciones pertenecientes al Mercado Cambiario Formal (MCF), tanto de sus transacciones en el mercado local como en el mercado externo, según lo establecido en su Compendio de Normas, y conforme los siguientes parámetros:

“Compañías de Seguros: Corresponde a las compañías de Seguros Generales y Seguros de Vida, que están bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Corredoras de Bolsa y Agencias de Valores: Corresponden a las Corredoras de Bolsas y Agencias de Valores, fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Empresas del Sector Real: Corresponden a las empresas tanto públicas como privadas, incluidas las casas matrices que ejercen gestión sobre sus filiales.

Fondos Mutuos: Corresponden a los fondos del mercado monetario y de aquello de plazo superior a un año, junto con las Administradoras Generales de fondos, que se encuentran supervisados por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Fondos de Pensiones: Corresponde a los fondos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones, registradas en la Superintendencia de Pensiones.

Mercado Cambiario Formal: corresponde a las empresas bancarias y otras entidades autorizadas por el Banco Central de Chile (Capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales).

Otros: Corresponden a los hogares, Gobierno, Banco Central y otras sociedades financieras no contempladas en otros sectores.

Posición neta: Es el saldo (expresado en montos nominales) de contratos de derivados vigentes al cierre de cada mes, considerando todos los instrumentos utilizados por las empresas bancarias y otras entidades que operan en el Mercado Cambiario Formal, siendo los más comunes los Forwards, FxSwaps, Cross Currency Swap y Opciones. Corresponde a la resta entre la posición de compra de moneda extranjera menos la posición de venta al cierre del periodo. Signo positivo indica posición compradora neta de moneda extranjera de las instituciones del Mercado Cambiario Formal, mientras que signo negativo indica posición vendedora neta de moneda extranjera del MCF, desglosado por los distintos sectores.

Posición de compra: Son los contratos vigentes de compra de moneda extranjera a cambio de moneda local (Peso Chileno y Unidad de Fomento), que las entidades del Mercado Cambiario Formal mantienen con los distintos sectores, al cierre del periodo.

Posición de venta: Son los contratos vigentes de venta de moneda extranjera a cambio de moneda local (Peso Chileno y Unidad de Fomento), que las entidades del Mercado Cambiario Formal mantienen con los distintos sectores, al cierre del periodo.

Posición Interbancaria: Son los contratos vigentes de venta de moneda extranjera a cambio de moneda local (Peso Chileno y Unidad de Fomento), que las entidades del Mercado Cambiario Formal mantienen entre sí al cierre de cada periodo, contabilizados una sola vez.

Sector Externo: Corresponden a contrapartes no residentes.

Suscripción Total: Corresponde al volumen transado de compra más venta de moneda extranjera a cambio de pesos chilenos y unidades de fomento, durante un periodo de tiempo, realizado por las entidades del Mercado Cambiario Formal (MCF).

Suscripción: Es el volumen (flujo), expresado en montos nominales, de contratos de derivados pactados durante el periodo, considerando todos los instrumentos utilizados por las empresas bancarias y otras entidades que operan en el Mercado Cambiario Formal, siendo los más comunes los Forwards, FxSwaps, Cross Currency Swap y Opciones.

Transacciones Spot: Es el volumen (flujo) de compra y ventas contado de moneda extranjera a cambio de pesos chilenos realizadas durante el período, efectuadas por las empresas bancarias y otras entidades que operan en el Mercado Cambiario Formal, con las distintas contrapartes del mercado local y del mercado externo.”

Sin embargo, respecto del BCCH no existen bases estadísticas banco por banco y por tipo de contrato derivado, en general, y sobre operaciones CDS realizadas por las entidades bancarias chilenas, en particular. Ello no significa que no se reporten CDS o que no se realicen, dado que no se trata de operaciones de derivados prohibidas en Chile, sino que su divulgación no es precisa. Son operaciones que no surgen registradas en detalle, de ahí que el sistema de información chileno, respecto de los CDS, es **difuso**. Asimismo, en idéntico sentido, cabe señalar que, si bien los CDS son técnicamente un tipo de swap, al momento de la registración, se contabilizan de forma separada. De ahí que si bien todo derivado de crédito es un swap, no todo swap es un derivado de crédito, en términos de registro de datos. Por ello mismo también el sistema de registro chileno puede calificarse como difuso, porque no permite inferir que dentro del conjunto “Swaps” se hallen contabilizadas las operaciones de CDS.

Las mismas conclusiones caben respecto de los datos difundidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) de Chile, pero a diferencia del BCCH, de la normativa e información difundida por la SBIF se colige que los CDS o “derivados de crédito” son informados, pero registrados bajo categorías de clasificación propias, según sean *contratos de negociación* o *de cobertura contable, activos o pasivos*.

En efecto, en primer lugar, la Circular 3345 SBIF aclara:

“II.- DERIVADOS.

*Este título se refiere a los criterios contables que deben seguirse para el registro y valoración de las operaciones y posiciones que involucren instrumentos financieros derivados, **incluyendo las operaciones realizadas con derivados de crédito** y los componentes derivados incorporados en instrumentos anfitriones.*

Para los fines de estas normas, se entiende por instrumentos financieros derivados los contratos que reúnen las siguientes características:

a) su valor varía en función de una o más variables subyacentes preestablecidas y tiene uno o más nocionales o acuerdos de pago (o ambos), siendo que esos términos contractuales determinan el monto de la o las compensaciones.

b) no requieren de una inversión inicial o ésta es muy pequeña en relación con la que se requeriría para otro tipo de contratos que se espera tengan un comportamiento similar ante cambios en los factores de mercado; y,

c) su liquidación se realizará en una fecha futura previamente establecida y sus términos contractuales requieren o permiten la compensación neta, sea mediante el pago en efectivo o la entrega física de un activo que deje a la contraparte receptora en una posición similar a la compensación en efectivo.

La variable subyacente es aquella de la cual depende el valor de un instrumento derivado. Puede ser una tasa de interés, el precio de otro instrumento financiero, una tasa de cambio, un índice, una clasificación de crédito u otras variables acordadas entre las partes. En todo caso, las tasas de interés e índices mencionados deben contar con una serie regularmente calculada por entidades públicas o privadas, ser reconocidas en los mercados como índices de referencia para sus transacciones y ser de conocimiento público.

El nomenclador de un contrato derivado es un número de unidades de monedas, de acciones, de títulos u otras unidades especificadas en el contrato.”(lo resaltado me pertenece)

En segundo lugar, la Circular 3345 SBIF determina la clasificación y registro de tales contratos derivados, incluidos los derivados de crédito:

“2.- Clasificación.

Al momento de adquirir o vender un instrumento derivado, éste quedará clasificado en una de las dos siguientes categorías:

a) instrumentos derivados para negociación; o

b) instrumentos derivados para fines de cobertura contable.

En la segunda categoría se incluirán solamente aquellas posiciones en instrumentos derivados que se asuman con el único propósito de aplicarles el tratamiento contable especial de coberturas (...).

Por consiguiente, se entiende que son instrumentos derivados para negociación todos aquellos derivados que no se utilizarán o que dejaron de utilizarse en una cobertura contable, cualquiera sea el propósito de su contratación. (...)

4.- Registro y valoración.

4.1.- Reconocimiento en el balance de los instrumentos derivados.

Todas las posiciones en instrumentos financieros derivados, compradas o vendidas, que la entidad asuma (inclusive los incorporados en instrumentos que deban ser separados del contrato individual que los contiene), deberán ser reconocidas en el balance por su valor razonable en la fecha de su contratación, como un activo si el valor razonable del derivado fuere positivo, o como un pasivo si el valor razonable del derivado fuere negativo.

Las posiciones en instrumentos derivados deberán permanecer en el balance hasta el cierre, expiración o ejercicio del contrato correspondiente. Los derechos u obligaciones contenidos en contratos de futuros y de opciones negociadas en bolsa sólo podrán darse de baja cuando se cierre la posición correspondiente. Los derechos y obligaciones contenidos en contratos forwards, swaps y otros contratos derivados que no se celebren en bolsas organizadas, sólo podrán darse de baja cuando:

a) se llegue a la fecha de vencimiento o de ejercicio pactada en el contrato;

b) se hayan ejercido todos los derechos del contrato por cualquiera de las partes; o

c) por mutuo acuerdo de las partes, se dé término anticipado y se liquiden los respectivos derechos y obligaciones inherentes a los contratos. (...)

Así, en base a dicha clasificación y forma de registro donde, como he referido *ut supra*, si bien en la normativa que la crea se distinguen los swaps de los derivados de crédito (CDS), luego se aglutinan en instrumentos para negociación y cobertura, la SBIF configura mensualmente un “Reporte de Instrumentos Financieros No Derivados y Derivados” entidad bancaria por entidad bancaria. De allí, entonces, se puede extraer el volumen de operaciones en materia de swaps, mas no de derivados de crédito o CDS porque su inclusión responde a un conjunto difuso denominado “Otros”.

Siguiendo la clasificación propuesta por la SBIF, los CDS serían tanto derivados para negociación o para cobertura contable, según la forma de contratación.

A mayor ilustración, en el mes de agosto del presente año 2018, las entidades bancarias chilenas registraron las siguientes operaciones con derivados:



REPORTE INSTRUMENTOS FINANCIEROS NO DERIVADOS Y DERIVADOS (ACTIVOS Y PASIVOS) - AGOSTO DE 2018

INFORMACIÓN POR INSTITUCIONES

[Instrumentos financieros no derivados y derivados \(activos y pasivos\)](#)

[Detalle de los instrumentos de negociación por emisor](#)

[Detalle de los instrumentos disponibles para la venta por emisor](#)

[Detalle de los instrumentos hasta el vencimiento por emisor](#)

[Detalle de los instrumentos derivados para negociación activos](#)

[Detalle de los instrumentos derivados para coberturas contables activos](#)

[Detalle de los instrumentos derivados para negociación pasivos](#)

[Detalle de los instrumentos derivados para coberturas contables pasivos](#)

[Definiciones usadas en este documento](#)

Nota: La información contenida en este reporte es provisoria y puede ser modificada en cualquier momento.

Obtenga siempre la última versión desde el sitio web SBIF (www.sbif.cl)

Información de Instrumentos financieros - ago 2018
Publicado: 28/09/2018

Figura 2

**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS PARA
COBERTURAS CONTABLES ACTIVOS
POR INSTITUCIONES AL MES DE AGOSTO DE
2018**
(Cifras en millones de pesos)

Instituciones (1)	Contratos						
	Totales	Forwards	Swaps	Opciones Call	Opciones Put	Futuros	Otros
Banco Bice	53	0	53	0	0	0	0
Banco BTG	0	0	0	0	0	0	0
Pactual Chile	0	0	0	0	0	0	0
Banco Consorcio	0	0	0	0	0	0	0
Banco de Chile	23.921	0	23.921	0	0	0	0
Banco de Crédito e Inversiones	338.565	32	338.533	0	0	0	0
Banco de la Nación Argentina	0	0	0	0	0	0	0
Banco del Estado de Chile	90.669	0	90.669	0	0	0	0
Banco do Brasil S.A.	0	0	0	0	0	0	0
Banco Falabella	0	0	0	0	0	0	0
Banco Internacional	106	0	106	0	0	0	0
Banco Ripley	5.212	0	5.212	0	0	0	0
Banco Santander-Chile	122.624	341	122.283	0	0	0	0
Banco Security	5.797	0	5.797	0	0	0	0
Bank of China, Agencia en Chile	0	0	0	0	0	0	0
China Construction Bank, Agencia en Chile	0	0	0	0	0	0	0
HSBC Bank (Chile)	0	0	0	0	0	0	0
Itaú Corpbanca	71.101	43.968	27.133	0	0	0	0
JP Morgan Chase Bank, N.A.	0	0	0	0	0	0	0
Scotiabank Azul	8.301	1.302	6.999	0	0	0	0
Scotiabank Chile	32.294	829	31.465	0	0	0	0
MUFG Bank, Ltd.	0	0	0	0	0	0	0
Sistema Bancario	698.643	46.472	652.171	0	0	0	0

Nota:

(1) A contar del 1 de abril de 2018 la sucursal en Chile de The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd., pasa a denominarse MUFG Bank, Ltd.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Chile)

Figura 3

En conclusión, no es posible determinar “entidad por entidad” el volumen de operaciones de CDS realizadas por la banca chilena.

Finalmente, cabe señalar que el Banco Central de Chile ha incorporado los “contratos ISDA” (*Master Agreement*) bajo la modalidad “Convenios Marco” a su propia legislación a través de la incorporación, en fecha 5 de abril de 2018, al Compendio de Normas Financieras, de un nuevo Capítulo III.D.2 sobre “Reconocimiento y regulación de convenios marco de contratación de derivados para efectos que indica”. Es decir, dicho “contrato” ya forma parte de la legislación bancaria chilena, siendo fuente de derecho en sentido estricto, obligando a las entidades financieras a realizar operaciones de derivados, incluidos los CDS, bajo dicha modalidad contractual. Ello contribuye a homogeneizar las operaciones y controlar el volumen de las mismas “entidad por entidad”. La identificación y sigla de los contratos permite la rápida identificación de las operaciones CDS, como la de cualquier otro derivado.

Perú

En Perú, las operaciones de derivados de los bancos comerciales peruanos, incluidos los CDS, se encuentran reguladas por el Banco Central de Perú (BCRP), y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS)¹⁶.

La Circular 023-2011-BCRP establece en su artículo 2º la obligatoriedad por parte de las entidades bancarias de brindar toda la información relacionada con las operaciones con instrumentos derivados de tasa de interés y “otros”.

En primer lugar, las entidades deben remitir al BCRP una copia del Anexo N° 8 “Posiciones en instrumentos financieros derivados” definido por la Superintendencia de Banca Seguros y AFP (SBS) en su “Manual de Contabilidad”. En dicho cuadro de “Posiciones”, el registro de CDS sólo cabe como “Otros Productos Financieros Derivados” que requiere la siguiente información:

¹⁶ La SBS es una institución de derecho público cuya autonomía funcional está reconocida por la Constitución Política del Perú. Sus objetivos, funciones y atribuciones están establecidos en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Ley 26.702).

Otros Productos Financieros Derivados						Futuros, forwards					
Cuenta Contable	Por Cada Contrato u Operación Vigente	Código de la operación (3)	Saldo Contable	Moneda pactada (4)	Monto Nominal Pactado (expresado en la moneda pactada)	Posición larga a Valor de Mercado (5. i)	Duración de Macaulay posición larga (5. ii)	Duración modificada posición larga (5. iii)	Posición corta a Valor de Mercado (5. i)	Duración de Macaulay posición corta (5. ii)	Duración modificada posición corta (5. iii)
7106.01.06.05	Compras otras opciones M.E.										
7206.01.06.06	Ventas de otras opciones M.E.										
7106.03.06.05	Compras otras opciones en instr. rep. de deuda, capital o comm.										
7206.03.06.06	Ventas otras opciones en instr. rep. de deuda, capital o comm.										
8409.04.09	Otros derivados de tasa de interés										
8409.05.01	Total Return Swaps										
8409.05.02	Credit Default Swaps										
	Compra de cobertura										
	Compra al descubierto										
	Venta de cobertura										
	Venta al descubierto										
8409.05.09	Otros derivados de crédito										
	Otros										

Periodicidad semanal: 7, 15, 22 y fin de cada mes, con 2 días calendario como máximo para enviar la información.

GERENTE GENERAL

Descripción de la Operación (6. vi)	Fecha de Inicio	Fecha de Vencimiento	Contraparte (7)								Estrategias	
			Nombre (a)	Residente / No Residente (b)	País (c)	Documento (d)	Financiero / No Financiero (e)	Código SBS (f)	Código de deudor, asignado por la empresa financiera (g)	Ponderación por vencimiento residual (riesgo de crédito) (h)	Convenio marco de contratación (i)	Componentes (17)

Precios Spot	Precios Pactados	Valor de Mercado (Valor Actual) (8)	Intención de Contratación (9)	Prima Pagada	Delta (14)	Gamma (14)	Vega (14)	Opciones			Forma de Pago (11)	
								Partida Cubierta (a)	Porcentaje de cobertura (b)	Eficacia de Cobertura (c)	Con delivery/Sin delivery	Descripción

ELABORADO POR (18)

Figura 4

En segundo lugar, conforme las “Notas metodológicas del Anexo N° 8”, respecto de los CDS se podrá aclarar si se trata de un instrumento de “Cobertura” o “Especulativo”; b) el (los) activo(s) subyacente(s) y el tipo de posición (corta (C) o

larga (L)) en el subyacente; c) la frecuencia de los pagos y si la liquidación en caso de realización del evento crediticio es en efectivo o en físico (Resolución SBS N° 3689-2011; Resolución SBS N° 6114-2011).

Luego, la misma Circular 023-2011-BCRP establece en su artículo 3° la obligatoriedad por parte de las entidades bancarias de remitir al BCRP dos “Reportes”, con el siguiente detalle: a) Reporte 1: Operaciones pactadas, modificadas, ejercidas y anuladas durante el día, por cada tipo de instrumento; b) Reporte 2: Saldos por cada tipo de instrumento.

Pues bien, en los Anexos de la Circular sobre los formularios correspondientes a cada “Reporte”, en el caso del Reporte 1, se aclara el tipo de instrumento derivado a informar y se fijan datos específicos respecto de los instrumentos CDS operados por las entidades bancarias, conforme el siguiente detalle:

Credit Default Swaps (CDS):

CABECERA Y NOMBRE DEL ARCHIVO			
Logitud	Posición		Observaciones
3	1	3	Código de la institución que reporta
1	4	4	Número de reporte (en este caso 1)
2	5	6	Código de instrumento / Nota Metodológica (1), en este caso 05
8	7	14	Fecha de reporte (aaaammdd)

DATA			
Logitud	Posición		Observaciones
4	1	4	Número correlativo, comenzando por 0001
2	5	6	Código del instrumento / Nota Metodológica (1)
8	7	14	Fecha de inicio del contrato (aaaammdd)
8	15	22	Fecha de término del contrato (aaaammdd)
12	23	34	Monto nominal en moneda original
3	35	37	Moneda pactada / Nota Metodológica (2)
8	38	45	Tipo de cambio con respecto al Nuevo Sol (4 enteros, 4 decimales)
12	46	57	Monto nominal Nuevos Soles
20	58	77	Nombre de la contraparte
4	78	81	Sector económico de la contraparte / Nota Metodológica (3)
2	82	83	País de la contraparte / Nota Metodológica (4)
20	84	103	Nemónico del título de deuda
20	104	123	Emisor del título de deuda
6	124	129	Spread pactado por el CDS en puntos básicos (4 enteros, 2 decimales)
1	130	130	Tipo de flujo del CDS / Nota Metodológica (16)
4	131	134	Frecuencia de los flujos que paga o recibe la ESF / Nota Metodológica (6) - Ejemplo: 3 meses se reporta como 003M
8	135	142	Fecha del reporte a modificar (aaaammdd)
1	143	143	Tipo de acción / Nota Metodológica (9)
30	144	173	Observaciones / Nota Metodológica (10)

Figura 5

Finalmente, a través de la Circular 043-2014-BCRP, el BCRP estableció la obligatoriedad de información diaria por parte de las entidades bancarias peruanas de reportar operaciones cambiarias, dentro de las cuales se reportan operaciones con derivados. Esto es, se informan mayormente derivados en los cuales se pacta en torno al tipo de cambio, monetarios o cambiarios. En ese sentido, la Circular establece:

“CIRCULAR N° 043-2014-BCRP

REPORTES DE OPERACIONES CAMBIARIAS

CONSIDERANDO:

Que, el Artículo 74 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú establece que a este le corresponde informar sobre las finanzas nacionales así como publicar las principales estadísticas macroeconómicas nacionales.

Que, para dicho efecto el Banco Central de Reserva del Perú se encuentra facultado para requerir información a las personas naturales o jurídicas, públicas o privadas, y a multarlas en caso de incumplimiento o de inexactitud en la información que aquellos le suministren.

Que, a fin de favorecer el cabal cumplimiento de la referida función del Banco Central de Reserva del Perú, resulta necesario establecer nuevas disposiciones que aseguren la calidad y oportunidad de la información que las entidades del sistema financiero deben proporcionarle sobre sus operaciones cambiarias, lo que incluye cambios en algunos de los reportes y un régimen sancionador para casos de incumplimiento o de inexactitud en la información suministrada.

SE RESUELVE:

Capítulo I. Generalidades

Artículo 1. Alcances de la obligación de informar

*a) Las entidades del sistema financiero (ESF) deberán informar diariamente al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) sobre las operaciones cambiarias que realizan con contrapartes financieras y no financieras, tanto residentes como no residentes. La información será remitida mediante los Reportes que se indica en el Artículo 3, que serán elaborados con arreglo a los formatos, tablas, notas, glosario y demás especificaciones establecidas en la presente Circular y en sus Anexos, dentro de los plazos que se establece en la misma. **Las referidas operaciones cambiarias incluyen, pero no están limitadas a, transacciones spot, forwards, futuros, FX Swaps, Cross Currency Swaps, opciones e instrumentos indexados a monedas.** La información referida debe ser remitida de forma veraz, completa, exacta y oportuna.*

b) En la elaboración de la información, las ESF asignarán a cada operación un identificador que estará conformado por la fecha de transacción, el código de operación (según la Tabla 1) y un número correlativo de seis dígitos. Este número correlativo deberá ser generado diariamente para todas las operaciones nuevas y para las que se hubiere omitido informar. Cuando se trate de operaciones compuestas (por ejemplo FX Swap, Cross Currency Swaps amortizables y call spreads), el identificador de cada uno de sus componentes deberá utilizar el mismo número correlativo, a fin de facilitar su identificación.

c) Los Reportes de Operaciones Cambiarias se enviarán dos veces por día. La información adelantada de las operaciones del día se enviará en la tarde del mismo día, mientras que la información definitiva de las operaciones del día se enviará en la mañana del día hábil siguiente, dentro de los horarios establecidos en el Artículo 4.

d) La referida información definitiva enviada al BCRP debe ser consistente con la información que la ESF envía a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) concerniente al Reporte de Tesorería y Posición Diaria de Liquidez (Anexo N° 15-A) y a las Posiciones en Instrumentos Financieros Derivados del Manual de Contabilidad para las Empresas del Sistema Financiero de la SBS (Anexo 8), o la que los sustituya. e) La información contenida en los Reportes de Operaciones Cambiarias tienen carácter de declaración jurada.” (lo resaltado me pertenece)

No obstante, si bien las operaciones CDS son informadas por las entidades financieras al BCRP y a la SBS, ya sea como CDS en el caso del BCRP o como "Posiciones" en el caso de la SBS, dicha información no se ve reflejada en las series

estadísticas publicadas tanto por el BCRP como por la SBS, donde, en materia de derivados, se incluyen únicamente los "Reportes de Operaciones Cambiarias" en los términos de la referida Circular 043-2014-BCRP. Así, por ejemplo, al **31 de agosto de 2018**, se publican las siguientes operaciones "Swaps" de las entidades financieras peruanas:

Operaciones Swaps por Empresa Bancaria
Al 31 de agosto de 2018
(En miles de soles)

Empresas	Swaps de Tasas de Interés	Compras de Swaps de Monedas	Ventas de Swaps de Monedas	Posición Bruta de Swap	
				agosto-2018	agosto-2017
B. Continental	9.749.446	2.713.302	2.405.487	14.868.235	17.352.146
B. de Comercio	-	-	-	-	-
B. de Crédito del Perú	15.409.353	4.694.139	6.949.938	27.053.430	28.404.825
B. Pichincha*	-	-	-	-	-
B. Interamericano de Finanzas	81.411	29.785	-	111.196	-
Scoliabank Perú	2.232.750	1.028.066	443.037	3.703.853	2.335.841
Citibank	-	69.498	-	69.498	-
Interbank	2.585.477	1.682.273	736.425	5.004.175	4.329.802
Mibanco	-	-	-	-	-
B. GNB	-	-	-	-	-
B. Falabella Perú	-	-	-	-	-
B. Santander Perú	121.952	9.928	-	131.880	-
B. Ripley	-	-	-	-	-
B Azteca Perú	-	-	-	-	-
B. Cincosud	-	-	-	-	-
B. ICBC	-	-	-	-	29.169
TOTAL BANCA MÚLTIPLE	30.180.389	10.226.991	10.534.887	50.942.267	52.451.783

NOTA: Información obtenida del Balance de Comprobación.

* Mediante Resolución SBS N° 3261-2018 el 22 de agosto 2018 se autorizó el cambio de denominación social de Banco Financiero a Banco Pichincha.

Figura 6

Al igual que en el caso de Chile, entonces, el sistema de información peruano sobre operaciones con CDS es difuso, puesto que, si bien la información es recopilada de las entidades, la misma no se ve reflejada (por lo menos claramente) de los informes publicados por los organismos públicos. Por lo tanto, no es posible determinar "entidad por entidad" el volumen de operaciones de CDS realizadas por la banca peruana.

Asimismo, también al igual que en Chile, el "Contrato Marco para Operaciones con Derivados y su Anexo" elaborado por la Asociación de Bancos del Perú - ASBANC -, en base a los "Contratos ISDA" (*Master Agreement*), fue incorporado en la Circular G-155-2011 por la Superintendencia de Banca y Seguros mediante Resolución SBS N° 5029-2011, contribuyendo a la homogeneidad de los contratos de derivados celebrados por las entidades y la posibilidad de mejor identificación de las operaciones.

México

En México, las operaciones de derivados, incluidos los CDS, de los bancos comerciales mexicanos, se encuentran reguladas por el Banco Central de dicho país. En el “Reporte sobre el Sistema Financiero”, el Banco Central mexicano informa en una sección especial denominada “Mercado de derivados” todas las operaciones registradas de derivados por las entidades financieras, con el siguiente detalle:

- i.- Volumen de operaciones derivadas negociado por instituciones de crédito y casas de bolsa
- ii.- Volumen de operaciones derivadas negociado por casas de bolsa
- iii.- Volumen de operaciones derivadas negociado por instituciones de crédito
- iv.- Operaciones derivadas vigentes a fin de mes de las instituciones de crédito y casas de bolsa
- v.- Operaciones derivadas vigentes a fin de mes de las casas de bolsa
- vi.- Operaciones derivadas vigentes a fin de mes de las instituciones de crédito
- vii.- Indicadores de los contratos adelantados (forwards) sobre el dólar y el euro negociados por las instituciones de crédito y casas de bolsa
- viii.- Portal de información de operaciones derivadas
- ix.- Encuestas del BIS sobre volúmenes operados en el mercado cambiario y de derivados

Asimismo, a fin de alcanzar tales globales, se sigue el siguiente esquema de recopilación de datos de cada entidad financiera (en conjunto, denominada Banca Múltiple):

Inventario Actual de Requerimientos de Información Periódica, de Banco de México a la Banca Múltiple

		UTILIZACIÓN				Tipo de Registro	Salidos	Entrega
		Publicación y Estadísticas	Regulación	Análisis	Riesgos			
OCIMN	<u>Captación de Recursos a Plazo e Interbancario M.N.</u>	X	X	X	X	O	-	D
OCIME	<u>Captación de Recursos a Plazo e Interbancario M.E.</u>	X	X	X	X	O	-	D
OFF	<u>Futuros y Forwards</u>	X	X	X	X	O	-	D
OPTO	<u>Opciones</u>	X	X	X	X	O	-	D
SWAPS	<u>Intercambio de Flujos y Rendimientos</u>	X	X	X	X	O	-	D
GARANTÍAS	<u>Contratos que Garantizan Operaciones Derivadas</u>	-	X	X	X	CA	S	S
CONTRAPARTES	<u>Contrapartes</u>	-	-	X	X	O	-	SN
REPORTOS	<u>Reportos</u>	X	X	X	X	O	-	D
CVT	<u>Compra Venta de Títulos de Deuda</u>	X	X	X	X	O	-	D
PRESTAMOS	<u>Préstamos de Títulos de Deuda</u>	X	X	X	X	O	-	D
TENENCIA	<u>Tenencia de Títulos de Deuda</u>	X	X	X	X	CA	D	S
OP. VIGENTES	<u>Operaciones Vigentes con Títulos de Deuda</u>	X	X	X	X	CA	M	M
RCS	<u>Requerimientos de Capitalización</u>	X	X	X	X	CA	M	M
ACLME	<u>Act. y Pas. en M.E. x plazo a vencimiento y Posición en Divisas</u>	X	X	X	X	CA	D	D
CRI	<u>Costo de Captación de Recursos</u>	X	-	X	X	CA	M	M
ACM	<u>Anexo del Catálogo Mínimo</u>	X	-	X	X	CA	M	M
CCV	<u>Caja y Captación a la Vista</u>	X	-	X	X	CA	D	D
PAC	<u>Posición Propia en Acciones</u>	X	X	X	X	O	M	M
TPA	<u>Tasas Pasivas de Apertura</u>	X	X	X	-	CT	-	D
RECO	<u>Registro de Comisiones</u>	X	X	X	-	CT	-	SC
CR	<u>Créditos Revolventes</u>	X	X	X	X	O	-	B
CNR	<u>Créditos al Consumo No Revolventes</u>	X	X	X	X	O	-	B
ML	<u>Manejo de Liquidez</u>	X	X	X	X	CA	-	D
INFIMP	<u>Medios de Pago al Menudeo, Cuentas de nivel 1 a 3</u>	X	-	X	-	CA	T	T
SISPAGOS	<u>Medios de Pago al Menudeo, Cuentas de nivel 4</u>	X	-	X	-	CA	T	T
COREM-CIP	<u>Costos por Redes de Medios de Disposición y Cuotas de Intercambio Propuestas</u>	X	X	X	-	CA	A	A
TADESCOM-OCA	<u>Tasas de Descuento por Comercio y Otras Comisiones por Adjuvancia</u>	X	X	X	-	CA	M	M
MDEF	<u>Catálogos de Medios de Distribución</u>	X	X	X	X	-	-	M

Figura 7

En el caso de los Swaps los registros se utilizan para “Publicaciones y Estadísticas”, “Regulación”, “Análisis” y “Riesgos”. En cuanto al tipo de Registro, en el caso de los Swaps, se registra “Operación por operación” (O) y la entrega de los datos es “Diaria” (D).

A fin de llegar a tal información, las entidades financieras deben informar las operaciones que realizan conforme los siguientes parámetros¹⁷:

“FORMULARIO RELATIVO A LAS OPERACIONES DE INTERCAMBIO DE FLUJOS Y RENDIMIENTOS (“SWAPS”), PARA LAS INSTITUCIONES DE CRÉDITO, CASAS DE BOLSA Y SOFOMES ER. AYUDAS GENERALES

I. FUNDAMENTO LEGAL DEL REQUERIMIENTO DE INFORMACIÓN.

Ley de Instituciones de Crédito, artículo 97.

“Las instituciones de crédito deberán presentar la información y documentación que, en el ámbito de sus respectivas competencias, les soliciten la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México,

¹⁷ <http://www.banxico.org.mx>

la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros y el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario, dentro de los plazos y a través de los medios que las mismas establezcan.”

Ley del Banco de México, artículo 36.

“Los intermediarios financieros estarán obligados a suministrar al Banco de México la información que éste les requiera sobre sus operaciones incluso respecto de alguna o algunas de ellas en lo individual, los datos que permitan estimar su situación financiera y, en general, aquella que sea útil al Banco para proveer el adecuado cumplimiento de sus funciones”.

Reglamento Interior del Banco de México, artículo 25 Bis, fracción I.

“La Dirección de Información del Sistema Financiero tendrá las atribuciones siguientes: I. Recabar, procesar y validar información de carácter financiero, de las entidades financieras y empresas de servicios que forman parte del sistema financiero, de otras autoridades financieras, de empresas y dependencias del sector público y, de empresas no financieras mexicanas y entidades financieras del exterior que puedan representar una amenaza a la estabilidad del sistema financiero. Las atribuciones previstas en esta fracción deben realizarse en coordinación con otras Unidades Administrativas del Banco y, en su caso, con otras autoridades financieras;”

Circular 3/2012 del Banco de México, artículo 108. Información al Banco de México.

“Las Instituciones deberán proporcionar a la Dirección General de Asuntos del Sistema Financiero, a la Dirección General de Operaciones de Banca Central, a la Dirección General de Estrategia, Riesgos y Sistemas de Pagos, así como a la Dirección de Información del Sistema Financiero del Banco de México, la información que, en el ámbito de su competencia, dichas unidades administrativas les requieran. La referida información deberá remitirse en la forma y términos que les den a conocer las mencionadas unidades administrativas.”

Circular 4/2012 del Banco de México, numeral 12.1 Información.

“Las Entidades (Instituciones de Crédito, Casas de Bolsa y la Financiera), los Fondos de Inversión, los Almacenes Generales de Depósito y las Sofomes que celebren Operaciones Derivadas, incluidas aquellas que formen parte de Operaciones Estructuradas documentadas en los títulos que emitan o adquieran, deberán proporcionar la información sobre dichas operaciones, en los términos, forma y plazos que el Banco de México establezca, a la Dirección de Información del Sistema Financiero del Banco de México.

Además, las Entidades deberán proporcionar la información a que se refiere el presente numeral sobre las Operaciones Derivadas que realicen las entidades financieras respecto de las cuales sean propietarias directa o indirectamente de títulos representativos de su capital social con derecho a voto que representen por lo menos el cincuenta y uno por ciento del capital pagado o bien, puedan ejercer el control de aquellas en términos de lo previsto en el artículo 2, fracción III, de la Ley del Mercado de Valores.”

II. OBJETIVO DEL REQUERIMIENTO.

Este formulario tiene como objetivo principal obtener la información necesaria para, según sea el caso, determinar diversos indicadores relativos al volumen de las operaciones de Swaps, medición de la exposición al riesgo de dichas operaciones por parte de la Entidad, seguimiento de la regulación aplicable, análisis, etc.

III. DEFINICIONES.

Para efectos de este formulario se entenderá como:

- Operaciones, a los Contratos de Intercambio de Flujos o “Swaps”.
- Día hábil, Divisas, Fecha de liquidación, Liquidación, Mercados reconocidos, y Subyacentes, a lo señalado en la Circular 4/2012 del Banco de México.
- Operaciones en mercados no reconocidos, a los operaciones celebradas en mercados distintos a los reconocidos, incluyendo los mercados extrabursátiles (OTC: “Over the Counter”).
- Operaciones Estructuradas en mercados no reconocidos, a los instrumentos en los cuales se tiene un contrato principal, el cual contenga una parte referida a activos o pasivos que no son Operaciones Derivadas, incluyendo de forma enunciativa a las operaciones de crédito, emisiones de bonos u otros instrumentos de deuda, y otra parte representada por una o más Operaciones Derivadas. Un caso particular de “operación estructurada” es un Título Bancario Estructurado, el cual consiste en un título de deuda que tiene una serie de intercambios de flujos de dinero implícitos (“Swap”).
- Paquetes de derivados (negociados tanto en mercados reconocidos como OTC), a la contratación simultánea de operaciones derivadas, que pueden o no ser de la misma naturaleza, al amparo de una sola transacción. Un caso particular de “paquetes de derivados” es el “Swaption”, el cual consiste en una opción cuyo subyacente es un “swap”. Otro caso particular es un Derivado de Rendimiento Total (“Total Return Swap”), el cual consiste en un contrato de intercambio de flujos o “swap” que tiene implícito un derivado de incumplimiento crediticio (“Credit Default Swap”).
- Parámetros principales de operaciones en mercados no reconocidos, al importe base de referencia, el intervalo de revisión de la tasa de interés, el intervalo de pago de cada flujo, la tasa de interés de referencia o el subyacente, y los factores y puntos aplicables a la tasa de interés de referencia, relativos a un determinado contrato de intercambio de flujos o “swap”.

(...)

VII.- OPERACIONES QUE NO DEBEN INCLUIRSE EN ESTE FORMULARIO.

(...) en este formulario, no deberán incluirse los “Credit Default Swaps” o “Derivados de Incumplimiento Crediticio.” (lo resaltado me pertenece)

Finalmente, dicha información es traducida en volúmenes de operaciones. Sin embargo, no se colige de la información requerida a las entidades financieras que exista un rubro “Credit Default Swap” o “derivados de crédito” dentro de las operaciones “Swap” a registrar y controlar, o fuera de ellas. No surge claramente de la normativa que se requiera dicha información. De hecho, en el “Formulario” se aclara expresamente que, en materia de “Swaps”, las entidades financieras no deberán informar las operaciones o contratos en materia de CDS, ni tampoco se indica que dicha información deba registrarse en otra categoría.

En ese contexto, no es posible determinar “entidad por entidad” el volumen de operaciones de CDS realizadas por la banca mexicana.

Argentina

Actualmente, en Argentina existe un registro de las operaciones de derivados realizadas por las entidades financieras, a cargo del Banco Central de la República Argentina (BCRA), que podría denominarse también de carácter difuso respecto de los CDS.

En efecto, el documento “Productos Derivados Financieros” reúne información relativa a los productos derivados financieros utilizados por las entidades en el Sistema Financiero Argentino: montos en nocionales negociables, tipos de contratos, objetivos de las operaciones realizadas, activos subyacentes, tipos de liquidación, plazos de las operaciones, ámbitos de negociación o contrapartes y los plazos originalmente pactados como así también los plazos residuales de las operaciones vigentes. Su fuente de datos es el “Anexo O - Régimen Informativo (RI) Balance Trimestral - Anual de Publicación”.

Dicho “Anexo O” forma parte de la Circular “Presentación de informaciones al BCRA” (“A” 3058, y modificaciones; T.O. 11/10/2018; última comunicación incorporada “A” 6585), más conocida como “Régimen informativo” (RI), que sistematiza toda la información que deben proporcionar las entidades financieras al BCRA, su periodicidad, forma de presentación, etc. Dentro de la Sección 12 “Estados Financieros para publicación trimestral/anual” se detallan las operaciones de derivados realizadas por las entidades financieras y la forma en que deben registrarse e informarse:



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

B.C.R.A.	PRESENTACION DE INFORMACIONES AL BANCO CENTRAL
	Sección 12. Estados Financieros para publicación trimestral/anual.

ANEXO 17

ANEXO O: INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

Código Informe (Campo 6): "A-O"

Fecha período 2: Campo 3 (Período bajo informe)

Código de consolidación (Campo 5): 001 = Separados

o

002 = Individuales

Código de partida	Tipo de Contrato	Tipo de cobertura (5)	Objetivo de las operaciones realizadas (1)	Activo subyacente (2)	Tipo de liquidación (3)	Ámbito de negociación o contraparte (4)	Plazo promedio ponderado originalmente pactado	Plazo promedio ponderado residual	Plazo promedio ponderado de liquidación de diferencias	Monto
Campo 7		Campo 12	Campo 8	Campo 9	Campo 10	Campo 11	Campo 28	Campo 29	Campo 30	Campo 16
0100000000	Futuros									
0200000000	Forwards									
0300000000	Swaps									
0400000000	Opciones									
0500000000	Estructurados									
0600000000	Otros									
0700000000	Operaciones de Pase									

Versión: 9a.	COMUNICACIÓN "A" 6365	Vigencia: 01/01/2018	Página 37
--------------	-----------------------	----------------------	-----------

Figura 8

Luego, la Sección 12 desarrolla la forma de registrar las operaciones:

"Se agruparán en cada partida (campo 7) aquellos contratos en los que exista coincidencia total de atributos (campos 8 a 12).

(1) Se integrará en el campo 8 el objetivo de las operaciones realizadas de acuerdo a la siguiente tabla:

001= Cobertura de tasa de interés

002= Cobertura de CER

003= Cobertura de moneda extranjera

004= Cobertura de crédito

009= *Otras coberturas*
011= *Intermediación – cuenta propia*
012= *Intermediación – cuenta de terceros*
(2) *Se integrará en el campo 9 el activo subyacente de acuerdo a la siguiente tabla:*
001= *Moneda Extranjera*
002= *Títulos Públicos Nacionales*
003= *Títulos Públicos Extranjeros*
004= *Títulos Valores Privados*
009= *Otros*
(3) *Se integrará en el campo 10 el tipo de liquidación de acuerdo a la siguiente tabla:*
001= *Diaría de diferencias*
002= *Al vencimiento de diferencias*
003= *Con entrega del subyacente*
004= *Con liquidación de diferencias y entrega del subyacente*
009= *Otra*
(4) *Se integrará en el campo 11 el ámbito de negociación o contraparte de acuerdo a la siguiente tabla:*
001= *BCBA*
002= *ROFEX*
003= *MAE*
009= *Otros mercados del país*
011= *Mercados autorregulados del exterior*
012= *OTC - Residentes en el País - Sector Financiero*
013= *OTC - Residentes en el País - Sector no Financiero*
014= *OTC - Residentes en el exterior*
(5) *Se integrará en el campo 12 el tipo de cobertura, en caso de corresponder, de acuerdo a la siguiente tabla:*
000= *No aplicable*
001= *Cobertura del valor razonable*
002= *Cobertura de flujos de efectivo*
003= *Cobertura de la inversión neta en un negocio en el extranjero tal como se define en la NIC 21*
CAMPOS OBLIGATORIOS 8 a 12, 16 y 28 a 29 Campo 30: OBLIGATORIO PARA campo 10 = 001, 002 y 004 Admite C30 = 0 cuando C10 = 003 o 009”

Como se aprecia claramente, los CDS pueden registrarse como “Swaps con Cobertura de crédito” u “Otros con Cobertura de Crédito”.

Luego, una vez recibida la información, el BCRA elabora el documento “Productos Derivados Financieros”, el cual, al mes de **diciembre de 2017** (última información disponible) arrojó los siguientes resultados:

- (i) Swaps:

INSTRUMENTO DERIVADO FINANCIERO:		SWAPS	
TOTAL (millones \$)		14.736	
Objetivos			
Cobertura Tasa	3.384,6	23,0%	
Intermediación	11.351,3	77,0%	
Activos Subyacentes			
Moneda extranjera	904,8	6,1%	
Otros	13.431,0	91,1%	
Titulos Valores Privados	400,0	2,8%	
Tipo de Liquidación			
Al vencimiento de diferencias	11.059,1	75,1%	
Diaria de diferencias	30,0	0,2%	
Otra	3.646,8	24,7%	
Ámbito de Negociación o Contraparte			
MAE	431,0	2,9%	
OTC - Residentes en el país- Sector financiero	12.215,3	82,9%	
OTC - Residentes en el país- Sector no financiero	2.089,6	14,2%	
Plazos			
Plazo promedio ponderado originalmente pactado	3 años		
Plazo promedio ponderado residual	2 años		
Plazo promedio ponderado de liquidación de diferencias (*)	66 días		

* Se consideran únicamente las operaciones con liquidación por diferencias

Figura 9

Los montos de Swaps ascienden a \$ 14.736 millones. La intermediación resulta el fin más utilizado (77% en 10 entidades), seguido por la cobertura de tasa de interés (23% en 7 entidades). El activo subyacente más utilizado fue informado en Otros (91%). Con referencia al tipo de liquidación, el 75% es por diferencias, seguida por Otra con el 25%. La mayoría de los Swaps operados fueron concertados a través de contratos OTC - residentes en el país (97%). El plazo promedio ponderado originalmente pactado para estos instrumentos alcanza los 3 años, siendo el plazo residual actual de 2 años.¹⁸

- (ii) Otros instrumentos (no especificados):

¹⁸ www.bcra.gov.ar

INSTRUMENTO DERIVADO FINANCIERO:		OTROS	
TOTAL (millones \$)		54	
Objetivos			
Cobertura de moneda extranjera	37,5	69,3%	
Intermediación	16,6	30,7%	
Activos Subyacentes			
Moneda extranjera	37,5	69,3%	
Otros	16,6	30,7%	
Tipo de Liquidación			
Diaria de diferencias	37,5	69,3%	
Otra	16,6	30,7%	
Ámbito de Negociación o Contraparte			
ROFEX	37,5	69,3%	
OTC - Residentes en el país- Sector financiero	16,6	30,7%	
Plazos			
Plazo promedio ponderado originalmente pactado	1 mes		
Plazo promedio ponderado residual	1 mes		
Plazo promedio ponderado de liquidación de diferencias (*)	1 día		

* Se consideran únicamente las operaciones con liquidación por diferencias

Figura 10

Se advierte claramente que, respecto de los “Swaps”, se registran datos globales, volúmenes totales de operaciones, etc., pero sin mayores detalles respecto de los CDS en particular, los cuales, conforme fuera referido, pueden ser registrados en “Otros”. Por lo tanto, no puede obtenerse un volumen desagregado, “entidad por entidad”, de las operaciones de CDS realizadas, por la falta de especificidad del registro y divulgación.

En ese contexto, recientemente, la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 (B.O. 11/05/2018), en su Título VIII, introdujo por primera vez en nuestro país “Regulaciones de instrumentos derivados”, entre ellas, el *netting* o capacidad de compensación de las operaciones de derivados. A su vez, y en lo que es estricta materia de la presente investigación, introdujo una definición de “Derivados”, incluyendo a los CDS: “*Artículo 188. I. Derivados: contratos (i) sujetos a la ley y jurisdicción argentina o extranjera y celebrados bajo acuerdos marcos, individuales y/o bajo los términos y condiciones establecidos por el mercado en el que se concerten; (ii) en los cuales sus términos y condiciones, incluyendo precio, cantidad, garantías y plazo, derivan o dependen de un activo o producto subyacente, los que pueden consistir, a modo enunciativo, en: (a) activos financieros, tasas de interés o índices financieros, (b) valores negociables y/o (c) activos no financieros (incluyendo a modo enunciativo cereales, minerales, alimentos, inmobiliarios); (iii) que se pueden celebrar y/o negociar en mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores o fuera de los mismos; y (iv) que incluyen, a modo enunciativo, los contratos a término, (denominados en idioma*

inglés "forwards"), los contratos de futuros (denominados en idioma inglés "futures"), los contratos de opciones (denominados en idioma inglés "options"), los contratos de intercambios (denominados en idioma inglés "swaps") y los derivados de crédito (incluyendo los denominados en idioma inglés "credit default swaps"), y/o una combinación de todos o alguno de ellos. (...).” (lo resaltado me pertenece)

Es decir, si la propia definición de la Ley distingue los contratos de intercambio o swaps de los “derivados de crédito” o CDS, entonces, su registración debe ser separada y claramente distinguible para que no haya dudas al respecto. En ese punto, la forma de registración descrita del BCRA no responde a la definición legal, debiendo incorporarse su registro separado del resto de las operaciones de derivados realizadas por las entidades financieras.

También es dable mencionar que, en materia aplicable a la registración de CDS en nuestro país, el Título III de la Ley de Financiamiento Productivo introdujo modificaciones a la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 con el objetivo de lograr el desarrollo del mercado de capitales en la República Argentina. En lo que respecta al artículo 2° del mencionado cuerpo legal se incorporó la definición de las “*Entidades de Registro de Operaciones de Derivados*” como aquellas Sociedades Anónimas que tienen por objeto principal cumplir con las funciones previstas en la normativa aplicable y que sean autorizadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV) a tales efectos. En el mismo artículo se define el “*Registro de Operaciones de Derivados*” como el registro de los contratos de derivados celebrados de forma bilateral fuera de mercados autorizados por esta CNV, el cual debe ser llevado con arreglo a la reglamentación que dicte la propia CNV.

El referido registro deberá ser llevado por las “Entidades de Registro de Operaciones de Derivados”, salvo ausencia de ellas, en cuyo caso puede ser llevado por los Mercados y/o Cámaras Compensadoras. Por otra parte, la normativa de la CNV establece que los Mercados deben desarrollar un sistema para el registro de los *contratos de derivados no estandarizados*, llevados a cabo en forma bilateral con la intervención de entidades bajo competencia de esta CNV y/o de agentes registrados en la misma, en los cuales deben incluir datos registrables agrupados por tipo de contrato y de activo subyacente.

A los efectos de reglamentar el Registro de Operaciones de Derivados, conforme lo dispuesto por el artículo 2° de la Ley N° 26.831, la CNV dictó la Resolución General N° 758/2018 (B.O. 13/08/2018) donde, a través del procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” aprobado por el Decreto 1172/2003, puso a consulta la registración de Derivados *over the counter* (OTC) en los registros de derivados.

Recientemente, en fecha **28 de noviembre de 2018**, se publicó en el Boletín Oficial la Resolución 775/2018 de la Comisión Nacional de Valores que, luego del

proceso participativo, reglamentó el "Registro de Operaciones de Derivados". En ese sentido, el artículo más importante, y que se relaciona con el objeto de estudio de la presente investigación, es el artículo 2 de dicha Resolución que incorpora como artículo 10 bis de la Sección V del Capítulo V del Título VI de las Normas de la CNV (N.T. 2013 y mod.), el siguiente texto:

"...En los términos de lo dispuesto en los artículos 2°, 32 inc. i) y 35 inc. f) de la Ley N° 26.831 y artículo 189 inc. c) de la Ley N° 27.440, las Entidades de Registro de Operaciones de Derivados o, en su ausencia, los Mercados y/o Cámaras Compensadoras (en adelante, las "Entidades a cargo del registro") deberán llevar un registro de los contratos de derivados y pases celebrados en forma bilateral fuera del ámbito de negociación de mercados autorizados por la Comisión. A tal fin, deberán incluir los datos registrables agrupados por tipo de contrato y de activo subyacente requeridos en cada supuesto.

En función de lo dispuesto en el artículo 189 inc. c) de la Ley N° 27.440, el registro deberá contener, como mínimo, los siguientes datos: fecha, CUIT/CUIL/LEI de las partes intervinientes, indicación de comprador/vendedor (en caso de swap, referir el activo subyacente), tipo de contrato, activo subyacente, valor nominal, moneda de liquidación, monto, plazo, fecha de vencimiento y jurisdicción aplicable.

Las Entidades a cargo del registro deberán habilitar un acceso que permita que la información sea remitida en forma remota con las medidas de seguridad que considere más apropiadas para garantizar su autenticidad. Dicho registro deberá garantizar la confidencialidad, integridad y protección de la información que reciban. La información involucrada deberá ser conservada por las Entidades a cargo del registro, durante un plazo de DIEZ (10) años.

Las Entidades a cargo del registro, autorizarán a las partes de un contrato a acceder a la información correspondiente a la celebración, modificación (de monto o plazo), liquidación final y rescisión de dicho contrato, y a corregirla sin dilación. La constancia del registro remitida a las partes intervinientes por las Entidades a cargo del registro, será prueba suficiente de la efectiva registración del contrato a los efectos previstos en el inc. c) del artículo 189 de la Ley N° 27.440.

Asimismo, las Entidades a cargo del registro deberán incorporar la información a suministrar requerida por la Administración Federal de Ingresos Públicos en su reglamentación del Régimen de Registración e Información de Operaciones respecto de instrumentos de derivados.

Las Entidades a cargo del registro deberán informar los derechos y aranceles que percibirán por sus servicios, los cuales estarán sujetos a la aprobación de los montos máximos por parte de la Comisión.

a) Del Registro de los Sujetos Obligados:

Las entidades bajo competencia de la Comisión y los agentes registrados en la Comisión deberán notificar a las Entidades a cargo del registro la celebración, modificación (de monto o plazo), liquidación final y rescisión de todos los contratos de derivados y pases concertados en forma bilateral fuera de mercados autorizados por este Organismo.

Cuando se trate de operaciones en las que intervengan dos entidades bajo competencia de la Comisión o dos agentes registrados en la Comisión, la obligación de informar a las Entidades a cargo del registro recaerá sobre el COMPRADOR del contrato o, en el caso de swap, el vendedor del contrato.

Cuando se trate de operaciones en las que intervenga sólo una entidad bajo competencia de la Comisión o un agente registrado en la Comisión, la obligación de informar recaerá sobre dicha entidad o agente.

Los datos deberán ser notificados a más tardar al día hábil siguiente a la celebración, modificación (de monto o plazo), liquidación final o rescisión del contrato.

Las Entidades a cargo del registro deberán remitir a esta Comisión con periodicidad mensual la información contenida en sus registros a través del acceso correspondiente en la Autopista de la Información Financiera (AIF).

b) Del Registro de terceros a los fines previstos en el art. 189 inc. c)

Cualquier persona humana o jurídica que no se encuentre bajo competencia de la Comisión podrá registrar la celebración, liquidación final y rescisión de los contratos de derivados y pases concertados en forma bilateral fuera de mercados autorizados por este Organismo.

Los datos deberán ser notificados dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la celebración, liquidación final o rescisión, siempre que la contraparte no sea insolvente.

Las partes intervinientes deberán designar a una de ellas a los fines de registrar el contrato en las Entidades a cargo del registro.

Las Entidades a cargo del registro deberán remitir a esta Comisión con periodicidad mensual la información contenida en sus registros.

La obligación de registrar de las entidades bajo competencia de la Comisión y los agentes registrados en la Comisión, se aplicará a los contratos de derivados celebrados en forma bilateral suscriptos a partir del 1° de enero de 2019. (...)"

En resumen, este Registro se aplicará a los CDS celebrados OTC, los cuales deberán ser registrados sólo por aquellas entidades financieras bajo competencia de la CNV, y la información, en principio, no será pública, lo cual resta transparencia al sistema financiero.

En suma, los avances en el Registro de Operaciones de Derivados de la CNV deberán ser tenidos en cuenta para mejorar el Registro que lleva el BCRA el cual, en comparación con la nueva normativa reseñada, es incompleto y difuso respecto de las operaciones de CDS que realizan las entidades financieras.

En ese aspecto, dicha falencia es común en las bases de datos y forma de registración de tales operaciones por parte de los Bancos Centrales y Superintendencias de Latinoamérica, incluso en mercados de derivados más desarrollados que el de Argentina como Chile, Perú y México.

Capítulo V

Registro del Banco de Basilea de operaciones CDS de entidades financieras

Finalmente, cabe señalar que la forma de difusión de información de los Bancos Centrales de los países latinoamericanos analizados, respecto de las operaciones CDS realizadas por las entidades bajo su control, dista mucho de aquella que publica el propio Banco de Basilea en materia de CDS a nivel mundial, donde dicha operación es fácilmente distinguible de cualquier otra de derivados.

Así, al mes de **septiembre de 2018**, se elaboró el siguiente registro estadístico de operaciones CDS del período 2016-2017 (expresadas en billones de dólares)¹⁹, con distintos criterios de identificación:

¹⁹ <https://www.bis.org/statistics/bulletin1809.pdf>

Global OTC derivatives market (continued)

In billions of US dollars

Table D5

	Notional amounts outstanding				Gross market value			
	H1 2016	H2 2016	H1 2017	H2 2017	H1 2016	H2 2016	H1 2017	H2 2017
Commodity contracts	1,770	1,671	1,762	1,862	246	204	171	189
By commodity								
Gold	509	495	535	520	34	34	23	21
Other precious metal	70	59	75	53	7	5	4	3
Other commodities	1,191	1,117	1,152	1,288	206	166	144	164
By instrument and commodity								
Forwards and swaps	1,297	1,249	1,352	1,414				
Gold	361	351	395	381				
Other precious metal	49	40	58	40				
Other commodities	887	859	900	993				
Total options	474	422	410	447				
Gold	149	145	141	139				
Other precious metal	22	19	17	14				
Other commodities	303	259	253	294				
Options sold (gross basis)	293	257	254	275				
Gold	90	88	83	85				
Other precious metal	13	12	11	8				
Other commodities	190	157	160	182				
Options bought (gross basis)	286	259	248	272				
Gold	92	89	89	85				
Other precious metal	13	11	10	9				
Other commodities	181	159	149	178				
Credit derivatives	11,977	10,103	9,966	9,577	350	301	307	312
Credit default swaps	11,847	9,931	9,726	9,354	346	295	300	304
By instrument								
Single-name instruments	6,639	5,635	5,101	4,570	218	168	152	130
Multi-name instruments	5,208	4,295	4,625	4,784	128	127	148	174
Index products	4,836	3,840	4,229	4,441				
By counterparty								
Reporting dealers	5,117	3,760	2,971	2,321	155	114	89	68
Other financial institutions	6,573	6,018	6,596	6,816	185	175	206	227
Central counterparties	4,392	4,339	4,912	5,135	102	110	142	164
Banks and securities firms	669	452	426	487	18	13	12	14
Insurance firms	173	165	143	124	8	7	6	6
SPVs, SPCs and SPEs	153	96	90	76	6	5	4	4
Hedge funds	548	440	435	375	28	23	21	19
Other financial customers	637	525	590	618	22	18	20	21
Non-financial customers	158	153	159	216	6	5	6	9
By rating category								
Investment grade	8,087	6,467	6,260	6,008				
Non-investment grade	2,090	2,026	2,156	2,049				
Non-rated	1,586	1,364	1,229	1,216				
By maturity								
Up to one year	2,800	2,672	2,513	1,882				
Between one and five years	8,195	6,455	6,404	6,628				
Over five years	768	731	727	763				
By sector								
Sovereigns	1,902	1,746	1,673	1,530				
Financial firms	2,171	1,804	1,674	1,544				
Non-financial firms	4,035	3,181	2,660	2,406				
Securitised products	220	305	293	371				
Multiple sectors	3,471	2,852	3,380	3,456				
By location of counterparty								
Home country	2,891	2,517	2,380	2,222				
Abroad	8,872	7,340	7,264	7,051				
United States	2,449	2,166	2,205	2,186				
European developed	5,470	4,372	4,278	4,131				
Japan	134	100	95	79				
Other Asian countries	107	83	81	75				
Latin America	326	344	323	313				
All other countries	386	276	282	267				
Other derivatives	89	100	112	137	6	6	9	8
Gross credit exposure					3,697	3,296	2,770	2,683

Figura 11

OTC, credit default swaps, by type of position

In billions of US dollars

Table D10.1

	Total	Reporting dealers	Other financial institutions							Non-financial institutions
			Total	CCPs	Banks and securities firms	Insurance and financial guaranty firms	SPVs, SPCs and SPEs	Hedge funds	Other	
			H2 17	H2 17	H2 17	H2 17	H2 17	H2 17	H2 17	
Total CDS contracts										
Notional amounts outstanding	9,354	2,321	6,816	5,135	487	124	76	375	618	216
Bought (gross basis)	5,968	2,324	3,522	2,579	289	63	51	180	360	121
Sold (gross basis)	5,707	2,318	3,294	2,556	197	61	25	196	259	95
Gross market values	304	68	227	164	14	6	4	19	21	9
Positive (gross basis)	185	68	112	81	6	3	2	9	11	4
Negative (gross basis)	187	68	115	83	7	3	2	10	11	5
Net market values	85	18	61	23	8	3	2	10	13	7
Positive (gross basis)	50	18	29	11	4	2	1	5	6	3
Negative (gross basis)	51	16	32	13	5	1	1	5	6	4
Single-name instruments										
Notional amounts outstanding	4,570	1,633	2,876	2,029	306	59	47	193	241	62
Bought (gross basis)	3,140	1,634	1,467	1,003	194	33	39	70	130	40
Sold (gross basis)	3,063	1,633	1,408	1,026	112	27	9	123	112	22
Gross market values	130	41	87	56	8	3	2	8	8	2
Positive (gross basis)	86	41	43	28	3	2	1	5	5	1
Negative (gross basis)	86	42	43	28	5	2	1	3	4	1
Multi-name instruments										
Notional amounts outstanding	4,784	688	3,941	3,106	181	65	29	182	377	155
Bought (gross basis)	2,828	691	2,055	1,577	96	30	12	110	230	82
Sold (gross basis)	2,644	686	1,886	1,530	86	34	17	72	147	73
Gross market values	174	27	140	108	6	2	1	10	13	7
Positive (gross basis)	99	27	69	53	3	1	1	4	6	3
Negative (gross basis)	101	25	72	54	3	1	0	6	7	4
Of which: index products										
Notional amounts outstanding	4,441	588	3,710	3,024	146	55	23	130	330	143
Bought (gross basis)	2,565	574	1,917	1,545	75	23	7	70	197	73
Sold (gross basis)	2,465	602	1,793	1,480	72	32	16	60	133	70

Figura 12

Se advierte claramente que el volumen de operaciones CDS de Latinoamérica en la segunda mitad del año 2017 (313; Figura 11) es aproximadamente 7 veces menor al de Estados Unidos de América (2.186; Figura 11) y 12 veces menor al de Europa (4.131; Figura 11). Sin embargo, resulta evidente que, aún con dicho bajo nivel de operaciones, a fin de prevenir riesgos sistémicos locales, en primer lugar, y globales, en segundo lugar, debe mejorarse la forma de registración de CDS en la región. Ello por cuanto, comparativamente con otros instrumentos financieros derivados, los derivados de crédito o CDS tienen mayor volumen de apalancamiento y multiplicación de riesgos como demostró la crisis de 2010.

Respecto de las entidades financieras, las estadísticas del Banco de Basilea también demuestran que los CDS que aquéllas realizan son identificables (H2 2017: *Banks and securities firms*: 487; Figura 11), en la medida que se lleve un adecuado registro de las mismas. De allí se pueden extraer otras conclusiones respecto de qué calidad de operaciones CDS realizan las entidades: tipo de posición (positiva, negativa, compra, venta, mercado; Figura 12); grado de inversión, vencimiento, contraparte (Figura 11).

Es por eso que una difusa registración o divulgación por parte de los Bancos Centrales de las operaciones CDS realizadas por las entidades bancarias, sobre todo de aquellas que participan en proyectos de inversión, muchos de los cuales se financian con préstamos de entidades que luego aseguran a través de operaciones CDS, puede derivar en información incompleta para poder resolver cualquier problema de financiamiento devenido de la falta de pago de la obligación principal comprometida.

De allí se desprende la necesidad de mejorar la especificidad al momento de captación de datos, registro y difusión de operaciones CDS realizadas por las entidades financieras latinoamericanas, en general, y en Argentina, en particular, por parte de los Bancos Centrales, teniendo en cuenta las recomendaciones del BIS.

Capítulo VI

Conclusiones

La investigación realizada para el presente trabajo permite concluir:

- .- Los CDS son contratos derivados que, por asegurar eventos de incumplimiento, sumado a su mayor capacidad de contagio, conllevan riesgo sistémico, y por ello, su identificación y registro es más necesaria que el registro del resto de los contratos derivados (futuros, forwards, opciones, swaps).
- .- La legislación internacional en materia de CDS, tras la Gran Crisis Financiera 2008-2010, tiende a su identificación, registración y limitación en volumen para entidades financieras, dentro de un mercado estandarizado, así como su compensación obligatoria (Dodd-Frank Act, EMIR, Basilea I, II y III).
- .- Respecto de las entidades financieras que celebran contratos CDS en Chile, Perú, México, y Argentina, no existe un Registro único sobre los mismos.
- .- La captación de datos por parte de los Bancos Centrales en Chile, Perú, México y Argentina, en cuanto a contratos CDS celebrados por las entidades bajo su control, es específica, pero su divulgación es difusa.

- .- El sistema de registraci3n de CDS en Latinoam3rica es de car3cter difuso.

- .- No resulta claramente identificable, de la informaci3n p3blica difundida por los Bancos Centrales y Superintendencias en Chile, Per3, M3xico y Argentina, el volumen de operaciones CDS que realizan las entidades financieras.

- .- El Registro de operaciones de CDS deber3 realizarse “entidad por entidad”, separado del de “Swaps” y/o categor3as de clasificaci3n gen3ricas del tipo “Otros” u “Otros contratos derivados”, o similares.

- .- La inclusi3n del “contrato ISDA” (*Master Agreement*) en la legislaci3n bancaria argentina, de la misma manera que ya se encuentra incorporado en la legislaci3n bancaria chilena y peruana, puede contribuir a homogeneizar las operaciones de derivados, en general, y las operaciones de CDS, en particular, dada ya su intr3nseca complejidad. Dicha incorporaci3n, asimismo, favorece una mejor registraci3n y difusi3n de informaci3n, puesto que pueden registrarse tales contratos y contener una sigla o n3mero de identificaci3n cuando se trate de operaciones CDS. Es una medida que fortalece los controles.

- .- En post de lograr el cumplimiento de las metas fijadas por el BIS tras la crisis de las hipotecas *subprime*, directamente relacionada con operaciones bancarias a trav3s de CDS, el Registro de tales operaciones (a3n m3s que el del resto de los contratos derivados que pueden realizar las entidades financieras, por su mayor apalancamiento) resulta imperativo para alcanzar un control eficiente y disminuir riesgos.

- .- No puede concluirse que los Bancos Centrales de Latinoam3rica, como ser Chile, Per3, M3xico o Argentina, no realicen controles respecto de las operaciones de CDS ejecutadas por las entidades bancarias bajo su 3rbita, sino que la forma de registraci3n de las mismas y divulgaci3n de dicha informaci3n es difusa.

- .- La sanci3n de la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440), en la parte pertinente a los Contratos Derivados, as3 como el Registro de Operaciones de Derivados de la CNV, constituyen un avance legislativo en el control de este tipo de instrumentos en general, y de los CDS en particular, teniendo en cuenta las Recomendaciones del BIS en la materia (Basilea I, Basilea II, Basilea III).

Bibliografía:

- Bollini Shaw, Carlos - Goffan, Mario, *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Buenos Aires, 2º edición, Ad-Hoc, 2005.
- Gerscovich, Carlos G. - Vázquez Acuña, Martín G., *Instrumentos Derivados- Futuros, forwards, opciones y swaps*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 2008.
- *Group of Thirty Global Derivatives Study Group*, “*Derivatives: Practices and Principles*”, 1993, 28-29, citado en Saravia Frías, Bernardo, *Cuestiones Modernas de Derecho Bancario*, Ad-Hoc, Buenos Aires, 2008.
- Gooch, Anthony C. - Klein, Linda B., *Documentation for Derivatives*, Euromoney Institutional Investor PLC, 4º edición, 2002.
- Jauregui, María de los Ángeles, *Tratado sobre Instrumentos Financieros Derivados*, Buenos Aires, La Ley, 2003.
- Hester Peirce and Benjamin Klutsey eds., *Reframing Financial Regulation: Enhancing Stability and Protecting Consumers*, Arlington, VA: Mercatus Center at George Mason University, 2016; en particular, Chapter 7, *Reconsidering the Dodd-Frank Swaps Trading Regulatory Framework*, Hon. J. Christopher Giancarlo, Commissioner, US Commodity Futures Trading Commission (CFTC).
- Lanús Ocampo, María Cecilia, *Crisis financiera global. Incidencia en los mercados financieros y en las instituciones nacionales ¿Converger hacia una regulación uniforme?*, Buenos Aires, La Ley, Sup. Act. 14/05/2009, 1
- Luegmayer, Sebastián, *Los Contratos Derivados y su Instrumentación Jurídica*, Buenos Aires, La Ley, LL 2003-F-1404.
- Malumian, Nicolás, *Contratos Derivados (Futuros, Opciones y Swaps). Aspectos Jurídicos y Fiscales*, Buenos Aires, La Ley, 2003.
- Sanz Caballero, Juan Ignacio, *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid, Universidad Complutense de Madrid, 2000.
- Saravia Frías, Bernardo, *Cuestiones Modernas de Derecho Bancario*, Buenos Aires, Ad-Hoc, 2008.

- Torsten Ehlers - Iñaki Aldasoro; *El mercado de swaps de incumplimiento crediticio: cuántos cambios en tan solo un decenio*; Informe Trimestral del BPI, junio 2018, www.bis.org
- www.banxico.org.mx
- www.bcentral.cl
- www.bcra.gov.ar
- www.bcrp.gob.pe
- www.bis.org
- www.isda.org
- www.sbif.cl
- www.sbs.gob.pe