



 Finanzas

La ley Dodd-Frank y algunas lecciones para Argentina

Estrella Perotti

La más reciente crisis financiera internacional del año 2008 impulsó a los reguladores de los principales bloques económicos a crear nuevas legislaciones para limitar la participación de los especuladores. Quizás la más relevante haya sido la Ley Dodd-Frank, de reforma financiera y de protección de los consumidores estadounidenses, impulsada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de Estados Unidos (SEC, por las siglas en inglés de Security and Exchange Commission), que entró en vigencia a partir de julio del 2010. La reforma abarca casi todos los aspectos de la industria de los servicios financieros, con el objetivo de devolver a los inversores la confianza en la solvencia del sistema financiero estadounidense.

Este importante cambio normativo representa, para algunos participantes de la industria, un reto operativo en la continuidad de sus transacciones cotidianas; mientras que, para otros, se revela como una oportunidad para expandir su negocio dentro del sector financiero.

En relación directa con los instrumentos financieros vinculados a los mercados agropecuarios, esta ley, dio lugar a reglamentaciones sumamente rigurosas y abarcativas, que se fueron modificando a fin de no perjudicar la liquidez de los mercados ni a los participantes de dichos mercados.

Paradójicamente, la ley Dodd-Frank pone el foco en el concepto de "commodity agropecuaria". Hasta dicho momento, no existía una definición formal de "commodity agropecuaria" desde los organismos reguladores en EEUU. La precisa definición tuvo como objetivo, entre otros, determinar la forma de regular los swaps agropecuarios, un tipo de contrato sobre el mostrador (en inglés, OTC - over the counter -).

La idea inicial al presentarse la Dodd-Frank era controlar no sólo al sistema financiero en su conjunto, sino también a todos aquellos mercados que operaran bienes que, a su vez, eran subyacentes de un contrato de derivados. En tal sentido, la reforma profundizaba la autoridad de la SEC y de la Commodity Futures Trade Commission (CFTC) para regular los derivados OTC y armonizar la regulación de los futuros, acotando la participación de los fondos especulativos en los mercados.

La propuesta inicial de la CFTC obligaba a los operadores alcanzados por la norma (miembros de los mercados de futuros sobre commodities y facilitadores en la ejecución de swaps) a conservar por el término de cinco años el registro o archivo de todas las comunicaciones escritas y orales que se realizaran con el fin de ejecutar transacciones que tuvieran un interés específico en la evolución de una commodity (incluyendo los swaps), aun cuando éstas fueran operaciones cash (operaciones de mercado de físico) sobre una commodity.

Esto requería registrar "todo tipo de comunicación oral o escrita generada o recibida concerniente a cotizaciones, solicitantes, ofertas de compra, ofertas de venta, instrucciones, negociaciones y precios que condujeran a la ejecución de

Pág 1





una transacción en una commodity de interés o en un mercado de físico sobre la commodity, ya sea que la comunicación fuese telefónica, correo de voz, fax, mensaje instantáneo, conversaciones vía chat, correo electrónico, dispositivos móviles u otro medio digital o electrónico disponible". Los registros también necesitaban ser suficientes como para identificar cada transacción y la contraparte específica involucrada. Más aún, las conversaciones grabadas debían ser mantenidas en un "documento de formato original".

Esta norma también imponía el mantenimiento de estos registros en cabeza de todos los socios de un "mercado de contratos designados", como es el caso de los operadores de las divisiones Chicago Board of Trade, Kansas City Board of Trade o Minneapolis Grain Exchange del Chicago Mercantile Exchange Group (CME Group). Muchas compañías de granos, productores de alimentos balanceados, procesadores de granos y otras firmas comerciales que eran operadores de estos mercados se encontraban sujetos a tales requerimientos, aun cuando los contratos de físico (tanto disponibles como forwards) se encontraban -y se encuentran- exceptuados de acuerdo a la Commodity Exchange Act (Ley de Mercado de Materias Primas). El mantenimiento de registros y todos los requerimientos relacionados se extendían a las comunicaciones orales y escritas que las distintas firmas operadoras pudieran mantener con los productores agropecuarios.

Es decir que si un participante de la cadena de comercialización agropecuaria era miembro de un mercado institucionalizado se veía obligado a cumplir con los requisitos mencionados anteriormente, aun cuando las operaciones que realizara fueran contratos de físico con entrega inmediata o con entrega y pago diferidos (es la definición de forward).

La propuesta generó una importante reacción contraria por parte de las asociaciones que nuclean a los participantes de la cadena de comercialización agropecuaria en EE.UU., debido a que la aplicación de la norma requería que los empleados de elevadores de granos, cooperativas, industrias, etc., registraran los cientos (sino miles) de contactos que se realizaban de manera diaria con los productores a quienes le estuvieran comprando grano para entregar, ya fuesen operaciones de entrega inmediata o con entrega y pago en una fecha diferida en el tiempo.

La reacción negativa se basaba en la sólida convicción de que la regulación del mercado de físico de commodities no se encontraba dentro del espíritu de la ley, aduciendo que la propuesta mencionada creaba una indeseable bifurcación del sistema regulatorio, donde las compañías miembros de mercados institucionalizados se encontrarían sujetas a onerosos requerimientos de registro de sus comunicaciones con clientes y mantenimiento de dichos registros, mientras que las firmas que no lo fueran, se encontrarían exentas.

Si bien el sector comulgaba con los esfuerzos llevados a cabo por el ente de contralor en la protección del inversor contra prácticas abusivas y disputas, los costos asociados a la puesta en marcha y seguimiento de esta práctica no redundaban en beneficios tangibles y requerían sino la exención, al menos una prórroga en los plazos lo suficientemente laxa para cumplir con la norma.

Luego de las exposiciones a favor y en contra de aplicar la ley Dodd - Frank a la comercialización agropecuaria (todos los sectores agropecuarios) estadounidense, los organismos reguladores decidieron eximir los contratos de cash y cash forward (contratos de físico) de la obligación de registro de sus operaciones.

Esta decisión se basó en la lógica del negocio, lo que involucra el concepto de lo que en la jerga americana se conoce como "end-user", es decir, la existencia de un verdadero consumidor de un producto o servicio. ¿Por qué?





Porque el propósito primario de este tipo de transacciones es la transferencia de propiedad y es por eso que las partes fijan la liquidación física del activo.

Veamos en un simple ejemplo las implicancias del requerimiento de registro de comunicaciones con clientes.

Considérese que un contrato en la División CBOT de CME Group tiene un tamaño aproximado a 136 toneladas (con el objeto de simplificar se toma la conversión de 5.000 bushels de maíz y soja, pese a que la conversión en maíz es distinta) y que la producción estadounidense 2014/2015 proyectada para los tres productos soja, trigo y maíz está estimada en 508 millones de toneladas.

Suponiendo que se requiriera sólo el registro de la operación final de compraventa en el mercado de físico (cash market) y que toda la producción de estos tres granos cambiara de manos al menos una vez, los operadores obligados por la norma deberían, como mínimo, hacer el registro de 4 millones de operaciones (508 millones toneladas / 136 toneladas).

Si bien esta cifra no es importante al momento de compararla con otro tipo de mercados como el accionario, el mercado de swaps o el de futuros propiamente dicho (en el mercado de futuros CME se negocia 59 veces la producción de trigo estadounidense -52,9 millones de toneladas x 59-, 71 veces la producción de soja -98,9 millones de toneladas x 71-, y 23 veces la producción de maíz -354 millones de toneladas x 23-), la diferencia radica en que estos 4 millones de registros serían sobre productos distintos uno de otro.

Es decir, los millones de operaciones que pasan por el CME son para negociar el precio de contratos sobre 3 tipo de productos estandarizados: 1) 5.000 bushels de maíz amarillo N° 2 con entrega en los puntos de entrega ya definidos por el mercado; 2) 5.000 bushels de soja amarilla N° 2 con entrega en los puntos de entrega definidos por el mercado; 3) trigo blando rojo de invierno N° 2 con entrega en los puntos de entrega definidos por el mercado.

En el caso de la registración de los contratos de físico, se estaría ante 4 millones de productos distintos; no hay estandarización posible ya que las condiciones de venta, el precio, la calidad, la fecha y lugar de entrega, entre los términos contractuales más importantes, se pactan entre dos partes interesadas en entregar y recibir grano. Es decir, y por poner sólo un par de ejemplos, se pacta la entrega de 3 camiones (3.300 bushels) de trigo calidad trigo blando rojo de invierno grado N° 2, contenido de proteína 10%, nivel de gluten x, para entregar en las próximas 24 horas en el molino en McPherson, Kansas City, y cuyo pago se hará a los 90 días de la recepción de la mercadería. O se pacta la compraventa de 7 camiones (7.700 bushels) de trigo calidad duro rojo de invierno grado N° 1, proteína 13,5%, para entregar en septiembre en un elevador portuario de Corpus Christi, Texas, con pago a las 72 horas de entregada la mercadería.

Es decir, al contrario que con otro tipo de productos negociados en mercados OTC, el hecho de que haya un intercambio físico, debido a que dicha mercadería tiene un consumidor real, redundará en un mercado del tipo custom-made complejo, más allá de que existan condiciones mínimas de calidad.

Volviendo al tema por el cual se desarrolló el ejemplo, queda en el lector repasar mentalmente todos los posibles contactos que un productor y su agente comercial tienen y que no implican o culminan en una operación de compraventa en sí, sino que se trata de intercambios de información, opiniones, datos, etc., que tienen como finalidad una venta futura: envíos de precios, consultas sobre evolución del mercado, asesoramiento telefónico, y demás cuestiones que hacen al folclore del negocio de granos. Téngase en cuenta, además, que las ventas, por lo general, difieren del tamaño que se toman para los ejemplos. Por lo general, los productores chicos venden cantidades aún inferiores a un





camión (30 toneladas). Ventas por dicha cifra -30 ton- cuadruplicarían la cantidad de registros bajo las condiciones supuestas en el ejemplo estadounidense (1 camión equivale a 1.100 bushels), además de extrapolar la cantidad de registros que hubieran debido hacerse de prosperar la reglamentación bajo análisis.

Como resultado de todas estas consideraciones, finalmente los instrumentos alcanzados por la regulación Dodd-Frank son todos aquellos definidos como " swaps " (o contratos de permuta o intercambio). Esto refiere a instrumentos utilizados para transferir riesgo financiero , incluyendo cualquier tipo de acuerdo, contrato o transacción que:

- (1) Se trate de una opción put, call , cap, floor, collar o similar para la compra o venta (o basada en el valor de) tasas de interés, moneda, commodities , securities , instrumentos de crédito, índices, medidas cuantitativas u otro interés financiero o económico o activo de cualquier tipo;
- (2) Provenga de una compra, venta, pago o entrega que sea dependiente de algún otro evento, no evento o contingencia asociada con una consecuencia financiera, comercial o económica;
- (3) Provenga del intercambio de flujos de fondos basados en un valor o nivel de tasas de interés, moneda, commodity , security , instrumento de crédito, índice, medida cuantitativa u otro interés financiero o económico o activo de cualquier tipo y que transfiera los riesgos financieros asociados con un futuro cambio de cualquiera de tales valores o niveles sin también transmitir la propiedad, real o de forma directa, de un activo (esto es lo que se conoce como permuta financiera o swap);
- (4) Es o se convertirá en el futuro en la base de un contrato de intercambio; y,
- (5) Es una combinación o permutación de (u opción sobre) cualquier acuerdo, contrato o transacción descripta anteriormente (este punto abarcaría las titulizaciones, futuros, forwards , opciones, etc.).

Adicionalmente, bajo la potestad otorgada por Dodd-Frank a la CFTC, la misma expresamente incluye dentro de la definición de swaps a ciertos tipos de transacciones en moneda extranjera, así como transacciones que se encuentran estructuradas voluntariamente para evadir los requerimientos de la ley o el organismo de contralor.

No obstante ello, la ley excluye de la definición a los contratos de futuros, opciones sobre contratos futuros y contratos forwards no financieros de los que se tenga intención de liquidar de manera física .

En la norma final, la CFTC excluyó expresamente cierta categoría de productos financieros y contratos que podrían ser de otra manera considerados swaps . Estos son: los seguros tradicionales, los contratos forwards que en realidad no resultan en entrega física, forwards sobre commodities con una opción embebida y ciertos activos externos o en moneda extranjera.

Con respecto a los contratos forwards , la norma expresamente excluye de la definición de swaps a "cualquier venta de commodities del tipo no financiero o securities para embarque o entrega diferidos, siempre y cuando sea espíritu del contrato la liquidación por entrega física " . En la norma, la CFTC define los alcances de la exclusión para forwards no financieros, especialmente cuando se aplica a transacciones "book-out" y transacciones con entrega física.

Respecto específicamente de las transacciones con entrega física, la CFTC concluye que las transacciones por entrega física diferida en el tiempo son contratos forwards excluidos de la definición de swap . A este respecto, la CFTC consideró





que el propósito primario de este tipo de transacciones es la transferencia de propiedad de una commodity no financiera y es por eso que las partes fijan la liquidación física del activo .

Nota:

1/ El término utilizado para distinguir a la persona que realmente trabaja con el producto o servicio, desde quienes están involucrados en el desarrollo del producto, su producción y distribución. Adicionalmente, la SEC utiliza este término para referirse a consumidores de productos de inversión.

