

**EXPOSICIÓN DEL DIRECTOR GENERAL ADJUNTO DEL
BANCO DE SANTANDER,
SEÑOR JOSÉ MANUEL HERNÁNDEZ BENEYTO**

Señor presidente, señores y señoras: en primer lugar quiero agradecer a la Asociación de Derivados Argentinos y a la Asociación de Bancos de la Argentina la invitación recibida para hablarles hoy del tema de derivados. Les aseguro que es un orgullo y un privilegio hablar en ocasión de esta solemne asamblea anual.

Si algún producto financiero viene precedido de mala prensa, recelo y hasta aversión, existen altas probabilidades de que sea un derivado. Si voy a intentar la difícil tarea de defenderlos en tan corto espacio de tiempo es porque en tan grande su utilidad como a menudo son livianos los fundamentos de su rechazo.

Me gusta definir los derivados como productos antiguos que dan miedo y que son útiles. Son antiguos porque ya en la Edad Media nos encontramos con vertientes primarias o sencillas de lo que llamamos hoy mercado de derivados, que son las coberturas de precio a plazo, sobre todo en materias primas en lugares tan remotos y distintos, como puede ser Japón para el arroz o como puede ser Londres para el algodón.

Los derivados dan miedo, esencialmente por los muchos accidentes que la prensa ha recogido en los últimos años y que les aseguro -y espero poder referirme a algún ejemplo concreto más tarde- son producto de un uso deficiente, cuando menos, y casi siempre de una especulación sin suficiente colchón de capital para respaldar. En definitiva, son útiles porque son verdaderas herramientas de transferencia de riesgo. Contribuyen a la migración eficiente de riesgos hacia manos que los conocen o gestionan mejor.

Definimos los derivados como herramientas, básicamente, porque sirven para modificar el perfil de una exposición a riesgo existente, pero también sirven para construir un determinado perfil de riesgo, para quien así lo decida. Como ejemplo podemos dar el de un inversor que dispone de un bono corporativo emitido en moneda extranjera y a tasa fija; está haciendo simultáneos tres riesgos en un mismo papel, que son el de crédito, el de tasa y el de cambio.

A través del derivado va a poder segregar total o parcialmente, temporal o definitivamente, uno o más de esos riesgos, sin sustituir el activo. Las ventajas de modificar el perfil de riesgo en un momento dado, sin tener que repetidamente cambiar de activo, no las voy a enumerar ante ustedes, pero las operativas, las fiscales y otras estoy seguro de que no se les escapa.

Otro ejemplo que podemos poner de adecuación del derivado es cuando una empresa acude al mercado de financiación. Lo hace, generalmente, persiguiendo condiciones deseadas, por ejemplo, una tasa fija y en moneda extranjera. A menudo el mercado lo que le ofrece de forma más barata y accesible son condiciones que en ese momento requiere el apetito de riesgo, como ser, tasa flotante y moneda local. Si no existieran derivados, probablemente la empresa no tendría más remedio que ir a la solución cara o aceptar, efectivamente, vivir con riesgos para los cuales no estaba preparada originariamente. Sin embargo, a través de los derivados la empresa va a poder ir a la solución más barata, es decir, a aquella que los mercados privilegian, restituyendo las condiciones deseadas para su financiación.

El valor de los derivados es algo que a menudo también espanta a la gente. Puede ser complejo, no lo voy a negar, como toda herramienta tecnológica que llega a su máxima expresión, pero para la expresión sencilla de los derivados podemos decir que su valor proviene esencialmente del comportamiento de uno o varios subyacentes muy comunes, insisto, muy comunes, como, por ejemplo, bonos, acciones, tasas de cambio, interés, materias primas, todos elementos que se pueden seguir y que una empresa, una institución financiera,

tiene el hábito de seguir con relativa facilidad y confort.

Si se utiliza como cobertura el valor de un derivado puede y de hecho debe ser diametralmente opuesto al comportamiento del elemento cubierto. Si se utiliza como apuesta su valor puede y debe ser idéntico al comportamiento del riesgo subyacente asumido. Nada de lo que le pase al subyacente debe dejar de quedar reflejado en el derivado. Y mucho cuidado con las experiencias de los grandes expertos que vaticinan mayor rentabilidad o mayor provecho en el derivado que en el elemento subyacente. Si es así, habrá sorpresas en el futuro.

¿Cómo se instrumentan los derivados? Básicamente, en contratos bilaterales y generalmente amparados en contratos marco y, preferiblemente internacionales. Dado que estos contratos son muy flexibles, como ya hemos dicho y diremos más adelante, no es posible negociar cada uno de sus términos en cada operación. Conviene tener un marco de referencia en el cual la mayoría de los elementos contractuales a pactar entre esas dos contrapartes, están ya definidos, dejando exclusivamente lugar a la intervención de los elementos flexibles y puntuales de esa misma operación. Estos contratos deben gozar del mismo tratamiento legal y fiscal que los elementos subyacentes, o no cumplen su función como cobertura.

Es muy importante que logremos para el derivado un tratamiento en función de su uso y no en función del producto. Si lo usamos para cobertura tiene que estar correlacionado en todos sus aspectos con el elemento cubierto. De lo contrario, abrimos la ventanas para arbitrajes o accidentes.

Esos contratos deben ser ejecutables como cualquier otro contrato mercantil.

Hemos enumerado algunos usos de los derivados muy someramente. Pero en términos genéricos se refieren a la cobertura de una determinada partida de balance, al abaratamiento de un determinado coste o a fines especulativos. Es primordial conocer el propósito para el cual se usa el derivado. Todo el desarrollo operativo se basa en este conocimiento y en este seguimiento.

Para simplificar el tema, yo les diría que existen tres generaciones y dos grandes familias de derivados. Las tres generaciones irían del contrato a plazo al contrato por la diferencia, al derecho sin obligación. Las dos grandes familias son precisamente los derivados que envuelven simultáneamente derechos y obligaciones y aquellos que sólo confieren a una de las dos partes derechos sin obligaciones.

El primero, el contrato a plazo, es sin duda alguna el más antiguo. Como hemos dicho, tiene la virtud de eliminar la incertidumbre de precio. Tiene poca complejidad operativa y alguna complejidad de orden jurídico, generalmente bien resuelto en todas las jurisdicciones.

Los contratos por la diferencia como familia, que también llamamos *swap* o permutas de compromisos, tienen alguna complejidad operativa mayor, aunque no esencialmente suficiente para disuadir a usuarios, incluso principiantes en estos mercados. Sí tiene ciertas complejidades jurídicas y fiscales a las cuales nos referiremos un poco más adelante.

Finalmente, los contratos de derecho sin obligaciones, mejor conocidos bajo el término de opciones. Estos contratos, mediante el concepto de prima, tan conocido en otros contratos de seguro, permiten no solamente la definición de un precio futuro para un bien intercambiable sino que además dejan lugar a la posible apreciación de ese bien, ya que la empresa compradora de esas opciones se beneficia de ello. Son más complejos indudablemente en su tratamiento, sobre todo cuando existen en forma estructurada. Los anglosajones tienen una expresión muy precisa que utilizan para referirse a las opciones implícitas en un contrato y no fácilmente reconocibles si no es por manos expertas.

Usados como cobertura, ninguno de los derivados de cuyas familias hemos hablado destruye o crea valor económico significativo, pero todos permiten dimensionar la

incertidumbre, cuantificar el coste de oportunidad, reducir la necesidad de capital y, sobre todo, intensificar los esfuerzos en los sectores en los que la empresa quiere asumir riesgos. En resumen, permiten obtener un resultado previsto durmiendo mejor.

Yo soy un firme creyente de que a idéntico resultado también se añade valor cuando se disminuye o elimina riesgo. Imaginen el gran valor que tienen el ser capaces de justificar sus resultados exclusivamente en función de la actividad por las que se nos conoce y confía. Piensen en una empresa de automóviles que no tenga que justificar sus diferencias al resultado por movimientos de cambio sino únicamente desarrollos tecnológicos o comerciales. Es mucho más creíble esa empresa en el mercado.

Me resulta imposible hablar de derivados sin asociarlos al concepto de gestión de riesgo. Aunque pasaré brevemente por este concepto, creo que es esencial para entender el uso autorizado y responsable de derivados.

La empresa es una suma de riesgos cuantificables y otros no cuantificables, de riesgos correlacionados o no. Pero en cualquier caso, su capital y su riesgo están íntimamente ligados. Si se pretende hacer un uso eficiente del capital, se debe definir, identificar, medir, informar y actuar sobre sus distintos riesgos. Se debe elegir aquellos en los que se tiene capacidad y competencia y se debe evaluar aquellos que usan capital de forma ineficiente.

Preguntas comunes para una empresa, por ejemplo, del tipo industrial serían: ¿es rentable para mí dar crédito a clientes? ¿Puedo manejar o asumir responsablemente todo mi riesgo de tasa? ¿Es viable mi negocio a cualquier precio de materia prima?

Nos permitimos sugerir que la empresa promueva estructuras de gestión de riesgos que incluyan políticas de riesgo, metodologías de medición e infraestructura de control para poder definir una estrategia de riesgo, marcar niveles de tolerancia, definir la autoridad para asumir e informar públicamente. En mi opinión, reconocer, actuar e informar de los riesgos de la empresa aumenta su valor para su cliente que le da negocios, para el accionista que le otorga capital y para el mercado que le otorga crédito.

En este contexto, los derivados son herramientas eficientes para el que sabe definir qué riesgo asumir, cuándo asumirlo y cómo asumirlo. Permiten valorar el precio de las coberturas e integrarlo al coste de producción. Y permiten aprovechar ineficiencias del mercado para incrementar la rentabilidad.

En resumen, los derivados no son malos o buenos en términos absolutos sino en relación con su uso y propósito.

Generan quebranto o riqueza, por supuesto, cuando son una herramienta para la apuesta o cuando se utilizan de forma inadecuada. De esto tenemos cumplida cuenta en la prensa porque cada vez que un derivado se ha utilizado mal, sea para la especulación sin suficiente base de capital o sea por inadecuación, indudablemente la prensa recoge con detalles esos accidentes. Lo que no recoge la prensa son aquellos casos en los que los derivados protegen e inmunizan, cuando sus coberturas son adecuadas. Les aseguro -no hace falta haber estudiado en la politécnica para ello- que son bastante más numerosos.

A este respecto, permítanme referirme a una encuesta reciente que publicó el Banco de Inversión UBS (Robert?). Se refiere a cinco de los accidentes más sonados de los últimos tiempos. Los enumero: Metal..., Procter and Gamble, RO County, Barings y Sumitomo.(¿)

Si repasamos algunos de los puntos comunes de estos derivados vemos que en los cinco casos hubo insuficiente control de la dirección. En cuatro de los cinco casos se debió el accidente a movimientos de mercado inesperados. En cuatro de los cinco casos la estrategia puesta en marcha era rentable, incluso muy rentable, a su inicio. En dos de los cinco casos hubo fraude.

¿Qué quiero decir con esto? Que efectivamente el uso de una herramienta se puede enjuiciar por la herramienta en sí. Les cuento una anécdota del robo que recientemente tuve la desgracia de sufrir en México en casa. Utilizaron un soplete para abrir mi caja fuerte. Lo que

le pedí a la policía es que por favor no llevara el soplete a la cárcel porque probablemente robarían más casas.

El derivado es una herramienta. La podemos utilizar bien o mal. Cuando la utilizamos mal sale en la prensa. Cuando la utilizamos bien, generalmente la empresa tiene un beneficio, que no por estar escondido en sus cuentas es mucho menos relevante.

¿Existen barreras de entradas al mercado de derivados? Sí, algunas. La primera, la formación. Es preciso instrumentar una capacidad de identificación y medición de riesgos a todos los niveles antes de incluir derivados y -si me apuran- después de incluir derivados sobre todo.

Es esencial adquirir la comprensión de los productos usados. Esto invita generalmente a usar herramientas probadas, tanto en el que las usa como en el que las provee. Le ayuda a crear estructuras libres de conflicto de intereses y, en concreto, de segregación de funciones.

(Benings) es esencialmente un caso de fraude y un caso de falta de segregación de funciones. Es un caso en que una empresa piensa que está ganando dinero e intermediando mercados, y que no tiene la suficiente clarividencia en sus estructuras de control para reconocer que eso no es lo que se está haciendo. Y no tiene suficiente segregación de funciones para evitar que un empleado probablemente mal orientado por el deseo de una remuneración a corto plazo, incida en el fraude. Es esencial que existan estructuras libres de conflictos de intereses en la empresa no sólo para operar en derivados sino en cualquier activo financiero. Es preciso también, para que el mercado se desarrolle, que existan abanicos de subyacentes líquidos, dado que, como hemos dicho, el valor de un derivado proviene de productos tradicionales. Sus coberturas eficientes requieren de posibilidades operativas amplias en estos mismos elementos subyacentes; por ejemplo, curvas completas de tasas líquidas y sin opcionalidad implícita, tipos de referencia para intercambiar esos flujos por permutas financieras.

El mercado debe tener liquidez en su vertiente de productos de alquiler o de préstamo de títulos para que permita coberturas tanto cortas como largas a los proveedores de derivados.

En el aspecto normativo y contable se debe asegurar un tratamiento consistente con el riesgo cubierto y con el riesgo abierto. No se puede ni debe crear diferencias contables o fiscales entre elementos cubiertos y cobertura. Tampoco se debe diferenciar el tratamiento de una asunción de riesgo según la herramienta usada para llevarlo a cabo.

En el marco legal, uno de los aspectos más importantes es que debe garantizar la ejecutabilidad en toda circunstancia, regulando entre otras cosas la ilegalidad, por ejemplo,. Separar el derivado del concepto de juego y los casos de imposibilidad de cumplimiento de estos contratos. Debe permitir la asimilación de las deudas por derivados con otras deudas, y debe reglamentar la información necesaria para la protección del usuario, que me permito afirmar que es también la protección del vendedor. Si sabemos con qué normas y con qué reglas podemos vender los derivados a usuarios finales, estamos también protegiendo a aquel que los vende.

El marco legal debe permitir indefectiblemente la compensación o *netting*, y no sólo en pagos o cobros intermedios, generalmente aceptados y aceptables, sino también en cancelaciones anticipadas, y concretamente en casos de quiebra. Debe permitir el uso de colaterales para garantizar contratos. Estas medidas persiguen esencialmente dos objetivos claros y contundentes: disminuir el riesgo de crédito y disminuir el capital.

En este punto quiero atraer su atención sobre la vertiente de riesgo de crédito, que es asimilable a un derivado. Tiene dos características fundamentales, que la separa de otras vertientes de riesgo de crédito: la asimetría y la impredecibilidad. La asimetría es porque la aleatoriedad del mercado a través de las fluctuaciones de precios es la que va a indicar qué contrapartida está a riesgo con la otra. Y esto es esencialmente distinto de la relación

tradicional de crédito. Uno presta e indudablemente tiene riesgo de crédito. El derivado lo puede tener; es asimétrico. Y sobre todo es impredecible, porque efectivamente los derivados tienden a operarse en volúmenes llamados nocionales importantes, y a menudo las fluctuaciones de mercado, cuando se salen de determinado riesgo, llevan a exposiciones muy superiores a las previstas o posibles en el momento de la iniciación. En cualquier caso, cuando se consigue disminuir el riesgo de crédito a través del *netting* o colateral, también se disminuye el capital en riesgo para esa operación, es decir, su costo. Creo que en los momentos actuales del mercado argentino, sin pronunciarme sobre si se tiene razón para cobrar tan altos costos de riesgo país -crédito, al fin, para las operaciones-, si tuviéramos herramientas que permitieran de forma eficiente y segura disminuir ese riesgo, a través de los derivados conseguiríamos coberturas sustancialmente más baratas que en el marco que tenemos hoy en esta plaza.

Por fin, refiriéndome al marco legal, tiene que impedir claramente la retroactividad. En términos amplios, debe permitir la firma responsable de contratos marco usados internacionalmente, con el menor número posible de anexos. Un ejemplo es el del contrato *Isla*.

Hay barreras y hay soluciones. La primera, refiriéndome al mercado y a la capacitación interna, tiene que pasar por contrataciones. En muchos países se ha hecho creo que con resultados extraordinarios. Países como España se han beneficiado de la contratación externa en sus períodos iniciales, de especialistas que venían de otras plazas. Es importante también que el mercado promueva la divulgación, como lo está haciendo la Asociación Argentina de Derivados hace ya bastante tiempo, hacia usuarios finales. Es importante también que el mercado se familiarice con el contrato *Isla* para permitir que los mercados exteriores puedan operar en esta plaza.

Al regulador le pediríamos un esfuerzo de adaptación de la normativa jurídica y fiscal para alinear el tratamiento de deuda por derivados con otras deudas, y para permitir metodologías de reducción de riesgo de crédito a través del *netting* o colateral, como hemos dicho antes.

Al supervisor le pediría que evite una misma regulación en derivados para todos los agentes, porque eso desincentiva la iniciativa necesaria para una operativa responsable. A derivados no se llega de un día para el otro; si se hace responsablemente hay que invertir. Pero si la regulación que tengo enfrente homogeneiza por la base el incentivo que tengo para pedir recursos para invertir en derivados es sustancialmente menor. En otras palabras, le pediríamos al regulador que evite el café para todos, que permita la segregación de capacidad operativa en función de la capacidad de control. Este contexto no está tan alejado de lo de Basilea hoy día incluso para la base del capital de la empresa.

¿Cómo está la Argentina hoy? En primer lugar, el mercado. Este tiene un buen nivel de formación. En el sistema financiero se aprecian profesionales suficientemente capacitados no sólo para operar sino también para divulgar. En el mercado hay claramente supuestos claros de divulgación a usuarios finales. Existe una curva de gobierno utilizable; existe un contrato marco local promovido una vez más por ADA, y existe una posibilidad de un mercado de futuro, que me gustaría pronto decir que es una realidad. En resumen, para mí el mercado está preparado gracias a que se dieron las condiciones oportunas para que una asociación sólida y comprometida como es ADA promueva tanto el *lobby* como la divulgación necesaria para este tipo de instrumento en la plaza. El regulador tiene sin duda alguna la misión más difícil en el sentido de que, aunque es conceptualmente claro el objetivo a perseguir, tiene un escollo importante en la ley de quiebras.

Recientemente, Andrés Hall (?) en México enumeraba todas las instituciones que dan su apoyo a esta reforma de la ley de quiebras para que la operativa en derivados con plazas extranjeras sea posible. Hablo del Senado, del Ministerio de Economía, del Ministerio de

Justicia, del Banco Central, de la Bolsa, del Merval, de la Asociación de Bancos Argentinos, de ADA, de ISLA, de ENTA. Pero falta uno. Creo que si el Congreso tiene, dentro de su agenda, efectivamente, a bien considerar esta reforma en el sentido que pide el mercado de derivados, se dará un paso de gigante para el propósito de esta Asociación.

Al supervisor le pediríamos la promoción de reglas claras para medir la capacidad de uso y la adecuación. El apoyo institucional al desarrollo del mercado es esencial. El Banco Central es el punto de mira del sistema aquí y en muchas otras jurisdicciones. Su apoyo es crítico para impulsar el esfuerzo de los agentes financieros. Raramente el sistema financiero se va a atrever a impulsar un mercado de derivados si no tiene en claro dónde está el norte, que es marcado por el Banco Central.

El mercado, tal como lo hemos visto, se caracteriza por incertidumbre. Incertidumbre es igual a riesgo y riesgo es igual a capital. Todos sabemos que no se domina la incertidumbre pero sí se mide y controla su impacto. Los derivados son la herramienta más eficientes que yo conozca para ese propósito. Existen en formas muy sencillas y muy complejas y hay que dejar que su uso esté a cargo de los que demuestran capacidad.

Un país crece con el empleo y la riqueza que crean sus empresas y el lema de esta conferencia no está muy alejado de este propósito.

La gestión prudente y eficaz requiere de mecanismos de absorción y de evacuación, de riesgos ágiles y variados. Los derivados no deben ignorarse como herramienta eficaz para este propósito.

Concluyo diciéndoles que como a la montaña, a la mar y a los toros, a los derivados es importante tenerles respeto pero no es bueno tenerles miedo. Muchas gracias. (*Aplausos.*)