

ADMINISTRANDO LOS RIESGOS DE MERCADO: CONTRATOS FINANCIEROS DERIVADOS Un Enfoque Estructural

Fernando Reyna Tamara* **

Estudiante del Quinto Año
de la Facultad de Derecho en la UNMSM

SUMARIO

I.- Planteamiento	539
II. Swap Contract (Contrato de Permuta Financiera)	542
III- Option Contract (Contrato de Opción Financiera)	548
IV.- Future Contract (Contrato a Futuro)	553
V.- Forward Contract (Contrato de Avance)	558
VI.- Marco Legal de los Instrumentos Financieros Deriva- dos en el Perú	563
VII- Jurisprudencia	568
VIII.- Consideraciones Finales	569

I.- Planteamiento

El volátil mundo de las actividades financieras puede reaccionar ante un ligero desequilibrio político, económico y social, en este contexto, simultáneamente asistimos hoy a una economía global, donde la iniciativa privada mueve la sociedad en su conjunto, en la que el capital privado moviliza ingentes cantidades de dinero de un extremo a otro del planeta, donde el **capital de riesgo** fluye, y todos -seamos o no partícipes directos del sistema- resultamos dinamizados en mayor o menor grado.

* Director del Taller para la Investigación y Difusión del Derecho Mercantil «Ulises Montoya Manfredi» y Asistente en la Cátedra de Derecho Económico III (Derecho Societario: La Empresa. Las Personas Jurídicas de Derecho Privado) en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

** El autor desea agradecer a los Doctores Diego Meseguer Güich y Vládík Aldea Correa, Abogados del Estudio Caballero Bustamante (Área Comercial y Comercio Exterior), sin cuyo proyecto no hubiera sido posible la realización del presente trabajo.

Lo expresado llevado implícito un riesgo (Riesgo de Mercado)¹, que se expresa en la posibilidad de que el retorno esperado para una inversión determinada en cierto periodo, no se dé en la realidad. Precisa Tola Nosiglia que «el éxito de la inversión está en función de la forma como actúan las diversas variables que intervienen, pues - agrega - el objetivo del inversionista es el de lograr la mayor rentabilidad con la más alta liquidez, incurriendo en el menor riesgo posible»².

Es precisamente en este contexto en que la aplicabilidad de los Instrumentos Financieros Derivados se torna en un factor decisivo en la administración de los riesgos del mercado. Así, anota Rodríguez de Castro - uno de los máximos exponentes en este tema - que «gracias a los instrumentos derivados podemos manejar el riesgo, transformarlo, eliminarlo, tomar sólo el que nos parezca atractivo u oportuno y, en general convertir el riesgo en oportunidad. El riesgo, enemigo inflexible de antaño, se convierte en un aliado que podemos manejar y amoldar como si se tratara de barro»³.

A *prima facie* resulta preguntarse ¿porqué la denominación Financieros Derivados? La razón no es otra que por tratarse de Instrumentos Financieros, el precio o cotización de estos se deriva del precio o cotización del activo subyacente en el que están basados⁴. El Activo Subyacente (*Underlying asset*) no

¹ Con respecto a los Riesgos de Mercado y su incidencia en el área de la actividad financiera de una empresa, Díez de Castro y Mascareñas Pérez - Iñigo nos proporcionan un resumen didáctico y preciso con respecto a esta materia, objeto de análisis, al precisar los riesgos a los que está expuesta una empresa como son los movimientos en los precios de las materias primas, las variaciones en los tipos de cambio de las divisas en las que se denominan dichas materias primas, las oscilaciones en el precio de la energía, que se necesita para procesar dichas materias, cambios en el tipo de cambio de su propia moneda (si aumenta, reducirá su competitividad en el exterior, ocurriendo lo contrario si desciende), cambios en las tasas de interés de su país, que afectarán al coste de su endeudamiento y alteraciones en los tipos de interés de otros países, que afectarán a sus competidores y, por tanto, al comportamiento de las ventas de la empresa. («Financial Engineering». 2da. Edic. McGraw-Hill de Management Edit. 1994, pág. 422 y ss). A ello deberíamos adicionar el riesgo legal y regulatorio, el riesgo contable, el riesgo impositivo (tributario), el riesgo sistémico (quiebra de las empresas por la crisis, que genera a su vez otras quiebras).

² «El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Teoría General. Aplicación Práctica y Aspectos Especiales». 1ra Edic, pág. 68. 1994.

³ «Introducción al Análisis de Productos Financieros Derivados». 1ra reimp.de la 2da Edic. Limara Noriega Editores. Bolsa Mexicana de Valores. C.T. 1998.

⁴ Al respecto en Italia, la circular del 29 de Marzo de 1988 y la circular del 21 de Abril de 1999 precisan <Sono «derivati» quei contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali

es otra cosa que el activo sobre el que se está negociando, así tenemos el café, petróleo, trigo, maíz, plata, acciones, etc. En ese sentido el Activo Subyacente sirve de base en la estructuración de los Instrumentos Derivados, y por tal, la vigencia de un instrumento derivado nunca podrá ser mayor que la de su activo subyacente⁵.

Toda esta mecánica financiera no hubiese sido posible, sin la ayuda de la **Ingeniería Financiera**, que es un conjunto de instrumentos diseñados para el manejo de Operaciones Financieras complejas para la captación de recursos ajenos, con el fin de financiar proyectos económicos de gran envergadura. Así, un ejemplo inmediato de la aplicación de la **Ingeniería Financiera** a los Contratos Financieros Derivados (*in advance* CFD), lo encontramos en la valoración de contratos de opción financiera, que se manifiesta en el uso de algoritmos matemáticos diseñados para estimar el valor de una determinada opción en función de un número reducido de variables económicas (*V.Gr.*: El **Modelo Black & Scholes**, fórmula utilizada por los participantes del mercado de opciones para determinar los precios de los *Calls* y *Puts*). Todo ello adicionado al avance de la tecnología informática y cibernética, han propiciado el desarrollo de los CFD, ya sea administrado o controlando un gran número de operaciones. Al referirnos a los CFD, principalmente incidiremos en los Contratos de *Swap*, opción, futuros y *Forward*, estos tienen una marcada presencia en el mercado internacional; sin dejar de mencionar la variedad de combinaciones⁶ y estrategias de inversión que puede optar el inversionista.

(quali valute, tassi di interessi, tassi di cambio, indici di borsa) e il cui valore economico deriva dal valore del titolo sottostante o degli altri elementi di riferimento» (Banca d'Italia. Circolare 29 marzo 1988, n.4; Circolare 21 aprile 1999, n. 299).

⁵ Queremos dejar constancia de los apuntes del prof. Manini Chung (cfr. «Tratamiento Tributario de las principales Innovaciones Financieras», pág. 7. Lima. 1997), para quien el término genérico para nombrar a la base sobre el cual se estructuran los Instrumentos Financieros debería ser «*Elemento Subyacente*», ya que este comprende tanto a los activos como pasivos; empero nosotros nos mantenemos en utilizar el término Activo Subyacente, por ser éste la base por excelencia en estructurar los Instrumentos Financieros, por otra parte, es un término mundialmente aceptado, tanto por la Doctrina como por las legislaciones.

⁶ A la variedad de combinaciones, producto de la **Ingeniería Financiera**, se les denomina «**opciones exóticas**», estas son CFD con características más complejas que han sido estructurados para cubrir riesgos más «complicados». «La mayoría de las opciones exóticas se negocian en el mercado **Over - The - Counter** (OTC) o sobre mostrador [*infra* cap. V, parraf. 2do] son diseñadas por instituciones financieras para satisfacer los requerimientos de los participantes del mercado» (Anaya de la Rosa. «Introducción a los Derivados». Prentice Hall. 1ra Edic. 2000).

Encontrar una definición genérica a los CFD, resultaría caer en un parcialismo conceptual, toda vez que, como veremos más adelante, estos tipos de instrumentos abarcan un sinnúmero de contratos, los cuales contienen modalidades y ni que decir de la variedad de híbridos financieros y de los productos sintéticos; empero ensayando una definición a *grosso modo* diremos que los CFD son acuerdos estandarizados y/o negociados libremente por los cuales se hace depender el precio de determinado activo a un tiempo futuro según el comportamiento del activo subyacente en el cual están basados.

La aplicabilidad de los CFD se torna decisiva para los importadores en la cobertura de sus compromisos de pago de divisas, para las empresas que requieran protegerse de fluctuaciones en las tasas de interés, para el inversionista tanto para proteger su cartera de acciones contra los efectos de la volatilidad, como para especular con la baja o alza de los activos subyacentes, obteniendo rendimientos, entre otros.

II.- *Swap Contract* (Contrato de Permuta Financiera)

Este instrumento financiero denominado *Swap* o permuta financiera, es el que mayor crecimiento a experimentado en las últimas dos décadas, así lo entiende el español Antonio de la Torre Gallegos, para quien «las operaciones de permuta financiera o *swaps* son contratos en los que dos agentes económicos acuerdan intercambiar flujos monetarios, expresados en una o varias divisas, calculados sobre diferentes tipos o índices de referencia que pueden ser fijos o variables, durante un cierto periodo de tiempo»⁷. En esa línea, Farina señala que mediante este contrato ambas partes asumen el compromiso de intercambiarse activos de dinero cuando no tienen sus activos y pasivos financieros compensados entre sí, con lo cual se procura evitar los riesgos derivados de los posibles aumentos o retrasos de las tasas de interés⁸.

La Doctrina es unánime al expresar que por estos contratos se intercambia flujos dinerarios o toda clase de activos financieros, durante un determinado tiempo con el fin de eliminar obstáculos o «imperfecciones» de los mercados, al

⁷ Art. Intitulado: «¿Qué son y cómo funcionan los *swaps*?». Publ. en Harvard - Deustuo. Finanzas & Contabilidad, pág. 29-33. Bilbao. Mayo - Junio. 1996.

⁸ Farina, Juan M. «Contratos Comerciales Modernos» (Modalidades de Contratación Empresarial). 2da Edic., pág. 516. Actualizada y Ampliada. Edit. ASTREA. Buenos Aires. 1997.

diversificar la obtención de fondos en diferentes mercados de capitales, así como para obtener determinadas divisas⁹.

Arribando a una definición categórica y final diremos que el *swap* es un préstamo simultáneo de una divisa a cambio de un préstamo en otra divisa (intercambio de endeudamientos), debiendo devolverse ambos préstamos transcurrido un mismo plazo, pues *swap* significa cambio o canje y la definición podría ser el canje transitorio de una moneda por otra. La introducción del *swap*, fruto de la Ingeniería Financiera, y la flexibilidad del contrato que permite adaptar soluciones a la medida de las necesidades de los contratantes a permitido a las empresas eliminar riesgos específicos ya sea en las tasas de interés¹⁰, variaciones bruscas en el precio de una materia, etc.

1.- Modalidades: La modalidad está determinada por la naturaleza de los flujos financieros, así tenemos.

- *Swaps* de divisas (*currency swap*)
 - *Swaps* de tipos de interés (*interest rate swap*)
 - *Swaps* de *commodities* (o materias primas: minerales como cobre, aluminio, así como también el petróleo, etc. Según las necesidades de los agentes económicos).
 - *Swaps* de índices de acciones.
-
- *Swaps* de divisas (*currency swap*): Contratos por el cual dos partes asumen la obligación de intercambiarse (venta) divisas en una fecha establecida y con el posterior compromiso de reventa a la fecha de vencimiento del contrato. En la práctica hay un intercambio de deudas de igual cuantía expresada en monedas distintas. Recaltar que esta operación obliga a las partes al pago de intereses recíprocos que se devenguen.
 - *Swaps* de tipos de interés (*interest rate swap*). Siguiendo a Rodríguez de Castro¹¹, por este tipo de contratos, una parte de la transacción se

⁹ En este sentido se pronuncia la española Mera Vázquez («Los *swaps* son transacciones financieras entre diversos organismos o empresas; las cuales permutan endeudamientos durante un plazo determinado...» Mera Vázquez, María. ICADE Nº 20, pág. 54. Madrid - España. 1990).

¹⁰ En suma no podemos esperar que el riesgo de crédito sea «cero», pero -como afirma Rodríguez de Castro- «... en un *swap* de tasas de interés estándar el riesgo de crédito es mucho menor que en un préstamo estándar al mismo plazo» (*Op., cit.* pág. 49)

¹¹ *Op., cit.*, pág. 50.

compromete a pagar a la otra parte una tasa de interés fijada por adelantado sobre un nominal también fijado por adelantado, y la segunda parte se compromete a pagar a la primera, una tasa de interés variable sobre el mismo nominal. Entonces tenemos un intercambio de un tipo flotante de interés por un tipo fijo de la contraparte, basadas en una misma moneda (*V.Gr.*: Una empresa tiene una deuda en nuevos soles, a una tasa fija anual de 20% y prevé que la tasa de mercado se reduzca a 15% deseará llevar a cabo un *swap*, para sustituir su tasa fija por una variable y de esta manera reducir su costo financiero).

- **Swap de Commodities** (o materias primas): Gracias a este tipo de *swap* es posible separar el riesgo de precio del mercado del riesgo de crédito, y convertir a una productor de materias primas en una simple fábrica que procesa materiales sin tomar riesgo de precios. La eliminación de riesgo de precio permite abaratar enormemente los costos de financiamiento (*V.Gr.*: Una empresa productora de azúcar que desea despejar su incertidumbre acerca del precio futuro de este producto, puede realizar un *swap* con un banco, que le permitirá intercambiar durante un plazo determinado su precio variable por un precio fijo, y asegurarse así un flujo estable de ingresos, independientemente de lo que ocurra con el precio del azúcar en los mercados internacionales).
- **Swap de índices de acciones:** Por este contrato se intercambia el rendimiento del mercado de dinero, por el rendimiento de un mercado bursátil.

2.- Partes Intervinientes en el Contrato: De lo expuesto por la Doctrina, concluimos que es bilateral (sinalagmático), es decir intervienen 2 (dos) partes (contrapartes: Empresas, bancos, países). Coincidimos con Manini Chung¹² cuando expresa que los «*Swap* son en su generalidad, estructurados por entidades bancarias, las que se constituyen en contraparte en toda operación. De esta manera, un banco es contraparte respecto a una y otra de las partes que finalmente serán las que se intercambian los flujos de dinero». En nuestro país los bancos y las Sociedades Agentes de Bolsa pueden estructurar este tipo de operaciones.

3.- Naturaleza Jurídica: Encontrar unanimidad en la calificación de la naturaleza jurídica de este contrato, ha suscitado no muy pocas controversias; así para Emilio Díaz se trataría de un contrato mercantil y dentro de este, un

¹² *Op., cit.*, pág. 21-22.

contrato bancario, en esta línea Negri¹³; refiere Farina que podría tratarse de un contrato aleatorio de opuesta (*Operaciones Diferenciales*)¹⁴, pero tal calificación sería inconsistente dado que ellos son realizados netamente en bolsa, igual argumento se plantea, si quisiéramos asimilar el *Swap* con los Contratos Diferenciales, dado que estos, en su esquema básico, interviene un banco, que contrata con dos clientes por separado, no siendo necesario que dichos clientes tengan relación alguna entre sí, lo cual, por ahora no se concibe en las operaciones de *swap*, donde intervienen dos entidades financieras necesariamente.

En cuanto a los caracteres jurídicos de este contrato, sólo diremos, es principal, consensual, oneroso, sinalagmático, de duración continuada, conmutativo, atípico y único por ser distinto de los contratos originales de obtención de fondos, sea de crédito o de préstamo.

4.- Objeto:

- En el *swap* de divisas: Su objeto será el intercambio de deuda sobre principales de igual monto en diferentes monedas, por un periodo de tiempo acordado en el contrato, con la finalidad de reducir el costo de financiamiento para ambas partes aprovechando su mejor clasificación financiera que gozan en sus respectivos países.
- En el *swap* de tipo de interés: Su objeto es el intercambio de un tipo flotante de interés por el de un tipo fijo de interés.
- En el *swap* de *commodities*: Su objeto es garantizar tanto al comprador como al vendedor, el precio de un bien, fijando el mismo, a la firma del contrato, de esta forma se mitiga su exposición al riesgo de precio del bien y las partes solo pueden variar el precio bajo un determinado «*Índice Variable*».
- En el *swap* de índices de acciones: Cuyo objeto es el intercambio de rendimiento de un mercado de dinero por otro bursátil.

¹³ Ponencia en IV Congreso de Entidades Financieras. Cit. por Farina, Juan (op., cit., pág. 517). Al respecto, Emilio Díaz, refiriéndose a la marcada tendencia de denominar a estos contratos como Permuta Financiera expresa: «No teniendo la naturaleza jurídica de un contrato de permuta, sería más correcto denominarlo en castellano contrato de «*Cambio Financiero*» («Contratos sobre Tipos de Interés a Plazo y Futuros Financieros sobre Intereses». Madrid. Civitas Edit., pág. 65-93. 1997.

¹⁴ *Ibidem*.

5.- Características

5.1. Generales:

- Establece una mejor asignación de riesgos en los precios de los activos subyacentes.
- Cada empresa integrante de un *swap* accede a un mercado definido (intereses, divisas o *commodities*) en mejores condiciones competitivas.
- Se obtienen mayores ventajas y un mejor resultado, en el caso que ambas, de manera unilateral, hubiesen acudido directamente al mercado deseado.
- Mitigan las oscilaciones en el tipo de cambio de las monedas como de variaciones en la tasa de interés y precios de *commodities*.

5.2. Particulares:

Swap de divisas.

- Satisface las necesidades de financiamiento de las empresas por montos equivalentes, aunque en diferentes monedas.
- Puede realizarse directamente entre las partes contratantes, pero lo normal es contar con la presencia de un banco intermediario.

Swap de tipos de interés.

- El riesgo de incumplimiento contractual queda limitado a la diferencia de intereses intercambiados.

Swap de commodities

- Las partes contratantes acuerdan el índice de precios de referencia del mercado de contado.
- El valor del *commodity*, determinado en el contrato, es independiente de su transacción física en el mercado de contado.

6.-Formalidad. Plazos. Duración. Conclusión.

Formalidad: No requiere una formalidad específica.

Plazos: Se estila contratar a plazos variables, así tenemos contratos de *swap* a corto plazo (hasta un año), a mediano plazo (1 a 5 años) que es el más común y largo plazo (5 a 10 años) esto dependerá de las necesidades y proyecciones de los contratantes.¹⁵

¹⁵ Reflexiones interesantes encontramos en autores como el español Rodríguez de Castro y en nuestro país, Manini Chung; para el primero «cuando más largo sea su plazo mayor será la sensibilidad de un *swap* a las tasas» (*Op. cit.*, pág. 63). Para el segundo «La característica fundamental de un *swap*, es que permite prolongar en el tiempo los efectos financieros de un

Duración: Hablar de duración en los contratos de *swap*, sobre todo en los de tipo de interés, es una estructura compleja, pues ella comprende tanto al plazo del *swap* como al cupón del *swap* (parte desglosable de la obligación que sirve para ejercer el derecho de cobro de los intereses periódicos, a medida que vayan venciendo) que juntos son útiles a la hora de cubrir riesgos de tasas de interés a un plazo utilizando instrumentos a un plazo diferente.¹⁶

Conclusión: Consideramos dos modos de conclusión del contrato de *swap*.

- De *motu proprio*: Realizando un *swap* «inverso» (neutralizando los flujos de tesorería mediante otro *swap*) o vendiendo el *swap* en el mercado de *swaps* secundario (Cesión de *swap*).
- Por incumplimiento de determinada prestación: El cual puede convenirse expresamente en el contrato (V.Gr.: Art. 1430 C°C°).

7.- Obligaciones de las partes: Varía en función de la modalidad de *swap* que las partes estén contratando, en ese sentido tendremos:

- Intercambio de financiamiento.- En el *swap* de divisas el permutante «x» se obliga a efectuar la transferencia del capital principal en el lapso de determinado tiempo, de igual manera el permutante «y» se obliga a transferir al permutante «x» la suma equivalente.
- Asumir el pago de los intereses recíprocos.- Que devengan a raíz del financiamiento.
- Intercambiar un tipo flotante de interés por un tipo fijo.- Esto para el caso del *swap* de tipo de interés.

8.- Principales Cláusulas:

- Motivo de la contratación del *swap* (*Gaming Law*)
- Denominaciones de los Términos Financieros.
- Objeto del Contrato.
- Carácter del Contrato.
- Plazo del Contrato, Ejecuciones Periódicas.
- Declaraciones y Garantías.
- Obligaciones y Derechos de las Partes.

forward [sugerimos revisar previamente los conceptos relativos a este instrumento, contenidos en el cap. V], es decir, si un agente económico tiene la necesidad de contratar *forwards* cada seis meses durante un periodo de tres años, podrá contratar un *swap* de tres años con cumplimiento semestral» (*Op., cit.,* pág. 23).

¹⁶ Rodríguez de Castro, J. *Op., cit.*, pág. 62 y ss.

- Cesión de Posición Contractual.
- Cláusula Penal Moratoria.
- Cláusula Resolutoria Expresa.
- Gastos e Impuestos.
- Cláusula Arbitral (o Jurisdicción y Ley Aplicable).
- Domicilio¹⁷

III.- *Option Contract* (Contrato de Opción Financiera)

A decir de Mascareñas Pérez - Iñigo, este considera que el Contrato de Opción es un «contrato normalizado a través del cual, el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar (*call*) o vender (*put*) el activo subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) en una fecha futura (fecha de liquidación)»¹⁸ El tratadista John Hull se pronuncia en ese sentido, tomando como referencia las posibilidades objeto del contrato, al expresar que una opción de compra da a su titular el derecho a comprar un activo a un precio determinado en una fecha establecida, y en el caso de una opción de venta, esta proporciona a su poseedor el derecho a vender un activo en una fecha determinada a un precio establecido. Incidiéndose en que el precio contractual es denominado “precio de ejercicio” (*striking price*) y la fecha de finalización del contrato, fecha de ejercicio o vencimiento (*expiration date, exercise date o maturity*)¹⁹.

¹⁷ Para mayor detalle cfr. Arias-Schreiber Pezet, M. y Gutiérrez Camacho, W. «La Técnica Contractual III», pág. 320-326. Edit. Gaceta Jurídica. Lima 2001. Véase también «Asesoría Tributaria». 2da Quincena. Enero 2000.

¹⁸ **La opción call:** El comprador de una opción *call* compra un derecho a comprar un activo subyacente, a un determinado precio (o precio de ejercicio), en una fecha de vencimiento a cambio del pago de una prima. Por consiguiente, el vendedor del contrato de opción *call* adquiere la obligación de vender el activo subyacente, al precio de ejercicio establecido, en la fecha de vencimiento pactada a cambio del cobro de la prima.

La opción put: El comprador de una opción *put* compra un derecho a vender un activo subyacente, a un determinado precio (o precio de ejercicio), en una fecha de vencimiento a cambio del pago de una prima. Por consiguiente, el vendedor del contrato de opción *put* adquiere la obligación de comprar el activo subyacente, al precio de ejercicio establecido, en la fecha de vencimiento pactada a cambio del cobro de la prima. Cabe recalcar que ambas opciones se deben ejercer antes del plazo marcado, puesto que después del mismo la opción ya no tiene valor. (Mascareñas Pérez - Iñigo, Juan. (Coord.). Colección: “Empresa y Gestión”. Serie: Activos y Mercados Financieros. Edic. Pirámide. Madrid. 1996. Madrid, pág. 45-48)

¹⁹ Hull, John C. «Introducción a los mercados de futuros y opciones» 2da. Edic. Edit. Prentice Hall. 1996. Madrid, pág. 4.

Según la práctica de mercado el ejercicio de la opción *call* o *put* puede ser, la fecha de vencimiento (opción de estilo europeo) o ejercitables desde el momento en que se adquiere la opción hasta el momento de vencimiento de la misma (opción de estilo americano), según establezcan las Condiciones Generales (*Contract Specifications*) del contrato²⁰. Así, además consideramos en este tipo de contrato, en el que intervienen dos partes, una de ellas, el comprador, paga un precio, llamado prima (*premium*)²¹ a fin de beneficiarse durante un periodo de tiempo determinado de ciertos derechos que la otra, el vendedor, le otorga.

1.- Modalidades: Se realizan en función de los elementos subyacentes sobre los cuales se estructuran estos contratos:

- Contrato de Opción Financiera sobre *Commodities*.
- Contrato de Opción Financiera sobre Divisas.
- Contrato de Opción Financiera sobre Índices Bursátiles.
- Contrato de Opción Financiera sobre *Forwards*.
- Contrato sobre Tasa de Interés; y
- Contrato de Opción Financiera sobre *swaps*.

Además de las modalidades citadas, en el mercado de opciones, suelen aparecer formas más complejas que las más usuales y simples *calls* y *puts*. Nos referimos a las combinaciones entre estas, las cuales son:

La Doctrina consultada es unánime al respecto, así tanto los españoles como los norteamericanos - por la profusa producción bibliográfica orientada al análisis económico - financiero - se ubica a la vanguardia en el tratamiento de estos instrumentos.

²⁰ A manera de ejemplo ilustrativo reproducimos uno de los consejos a los clientes de la firma *Tumbridge & Company*, con sede en *Wall Street*: «Si piensa que las acciones se irán hacia abajo, compre un *put*, si usted piensa que las acciones subirán, adquiera un *call*» (Cit. por Lamothe Fernández, Prosper. «Opciones Financieras. Un enfoque fundamental. 1ra Edic. Edit. McGraw-Hill. 1993).

²¹ Constituye un aspecto trascendente en estos mercados, la determinación del valor de la opción, la prima, para lo cual se tiene en cuenta dos (2) tipos de variables o valores.

- **Valor Intrínseco:** Es el valor de la opción ejercida en el mismo momento de la firma del contrato.
- **Valor Extrínseco o Temporal:** Es el valor de la opción que puede ser ejercida en cualquier momento posterior a la firma del contrato, por ende, recoge todas las posibles incertidumbres que pueden existir desde el momento de la compra de la opción hasta su ejercicio. Así se considerará el precio del activo subyacente, la volatilidad, precio de ejercicio, tipo de interés, plazo de vencimiento, el cual a mayor «horizonte temporal, la prima será más cara, pues existe mayor riesgo de que ocurra cualquier adversidad que afecta negativamente los intereses del vendedor de la opción». (Delgado Ugarteche, Josu. «Estrategias con Opciones Financieras. Madrid, pág.12 y 55. 1999).

- El «*Straddle*»: Combinación de un *put* y un *call* sobre las mismas acciones, con el mismo precio de ejercicio y fecha de expiración.
- El «*Strip*»: Combinación de un *call* y dos *put*. El comprador del *strip* apuesta a que el precio de la acción se diferenciará de su precio de ejercicio con más probabilidad a la baja que al alza.
- El «*Strap*»: Combinación de dos *Calls* y un *put* sobre las mismas acciones, al mismo precio de ejercicio y a la misma fecha de expiración.
- El «*Spread*»: Como el *straddle*, el *spread* es una opción con un *put* y un *call*, pero con la diferencia de que el precio de ejercicio del *put* y *call* está especificado en una cuantía distinta del precio de mercado de la acción, a la fecha en que la opción se emite²².

2.- **Partes Intervinientes en el Contrato:** Comprador (*buyer*) y el vendedor (*seller*), los cuales a través de contratos estandarizados negociados en bolsa, a través de la respectiva **Cámara de Compensación**, compran y venden opciones, es necesario agregar que la contrapartida de toda opción compradora o vendedora será siempre una **Cámara de Compensación**.

3.- **Naturaleza Jurídica:** Anota Rodrigo Uría, comentando la legislación española, que se trataría de «opciones de compraventa»; toda vez que la Legislación Española (Real Decreto de 20 de Diciembre de 1991, modificado por Real Decreto de 28 de Abril de 1995) configura a los contratos de opción como **contratos a plazo** (Compraventa específicamente, en relación al «*Clearing House*» por actuar «como comprador ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador» (art. 7.2. del RD.)²³, dando el mismo tratamiento a los contratos de futuros.

Creemos que estamos ante un contrato de naturaleza aleatoria, toda vez que por este contrato se puede ejercer la opción de compra o de venta, según la evolución de las condiciones.

4.- **Objeto.-** El fin que se persigue al celebrar este tipo de contratos es la negociación de *commodities*, tasas de interés, divisas e índices bursátiles.

- **Commodities.-** Estos contratos otorgan a su titular el derecho más no la obligación de comprar o vender cierta cantidad de bienes.

²² Mera Vásquez, M. *Op. cit.*, pág. 53 ss.

²³ Uría, Rodrigo. «Derecho Mercantil». Vigésimo Cuarta Edic. Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales. Madrid. 1997, pág. 712-715.

- **Tasas de interés.** - Es un contrato que dá a su titular el derecho a gozar de un determinado tipo de interés durante un periodo determinado, protegiéndose de esta manera, contra movimientos desfavorables de las tasas de interés.
- **Divisas.** - Contrato que da a su titular el derecho, mas no la obligación de comprar o vender moneda extranjera a un tipo de cambio predeterminado en una fecha futura.
- **Índices Bursátiles.** - Contrato en donde el índice se encuentra representado por una cartera de activos²⁴

5.- Características: Los contratos de opción financiera comparten las mismas características de contratación de los contratos de futuros, en el capítulo referente a este punto trataremos con mayor detalle, por ahora expresamente que existe:

- Estandarización de los contratos.
- Un sistema de negociación.
- Las opciones son negociadas en bolsa, a través de su respectiva Cámara de Compensación que se constituye como garante del buen fin de las operaciones.
- Los compradores de Contratos de Opción Financiera realizan un único pago, la prima; mientras que los vendedores, por el contrario deben mantener día a día el valor del Contrato de Opción.
- Los compradores de opciones tienen pérdidas máximas limitadas a las primas pagadas y ganancias ilimitadas. Los vendedores de opciones tienen ganancias máximas limitadas a las primas cobradas y pérdidas ilimitadas.
- Existen «Límites de Posición» y «Límites de Ejercicio», por el primero se entiende al número máximo de opciones que el inversionista puede poseer según la posición que tome en el mercado. Así los *calls* largos y los *puts* cortos se consideran una misma posición. Del mismo modo los *calls* cortos y los *puts* largos son una misma posición. El «Límite de Ejercicio» es igual al «Límite de Posición», sólo que además define el número máximo de contratos que pueden ser ejercidos por un individuo en un periodo de «x» días. Ello en razón de provenir que el mercado sea influenciado por las actividades de un inversionista o un grupo de inversionistas²⁵.

²⁴ Soto Velásquez, Silvia. Art. Intit. "Los contratos sobre futuros o Derivados Financieros". Pub. en Gaceta Jurídica. T. 72-B., pág. 31-44.

²⁵ Anaya de la Rosa, J. *Op. cit.*, pág. 43.

6.-Formalidad. Plazos. Conclusión.

Formalidad: Es *ab probationem*, es decir, no hay una forma prescrita bajo sanción de nulidad para su validez.

Plazos: Generalmente son de corto plazo (1, 3, 6 meses) dentro de las cuales el optante puede ejercer su derecho (opciones de tipo americano) o esperar la fecha de vencimiento para ejercer el derecho (opciones de tipo europeo).

Conclusión: Coincidimos con De la Puente y Lavalle al expresar que, existiendo por razón de la celebración del contrato de opción una oferta irrevocable temporalmente de celebrar el contrato definitivo, si el concedente no diera por concluido o celebrado el contrato definitivo en virtud de la aceptación hecha por el optante y no cumpliera con ejecutar la prestación a su cargo, no existe jurídicamente ningún impedimento para que el juez declare que el contrato definitivo se ha celebrado y ordene que se ejecute²⁶

7.- Obligaciones de las partes:

- Los compradores de contratos de opción realizan un único pago, la prima.
- Los vendedores deben mantener día a día el valor del contrato de opción.
- Se exige la constitución de un depósito de garantía.
- El optante al ejercer su derecho de opción, debe recibir el bien tal como lo estipulado.
- Cabe la sustitución de la obligación de compra o venta, haciendo la respectiva liquidación por diferencias.

8.- Principales Cláusulas: Por ser contratos estandarizados, el organismo que haga de contraparte (Bolsa) debe especificar los términos de los contratos de opción²⁷

- Tamaño del contrato.
- Fecha de vencimiento.
- Precio de ejercicio.
- Elemento subyacente, etc.

²⁶ Cit., por Soto V. S. Art. Cit., pág. 42.

²⁷ Sin embargo, existe un tipo de opciones, los cuales no son negociados en los mercados organizados, por tanto se ajustan a las necesidades particulares de las empresas, ellas son denominadas: «Opciones sobre mostrador».

IV.- *Future Contract* (Contrato a Futuro)

Contrato por el cual se acuerda comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio establecido. En ese sentido constituyen compromisos firmes de hacer o aceptar entrega de productos (divisas o instrumentos financieros) de una calidad y cantidad específica, a un precio específico acordado en el momento de compromiso. En otros términos mediante el contrato de futuros, se formaliza una compraventa en la que se difiere el cumplimiento de las partes a una determinada fecha futura, especialmente aquellas relacionadas con la entrega de la cosa y el pago del precio²⁸.

Refiere Manini Chung, que es un contrato cuyo precio se estructura en función del valor de un elemento subyacente (bienes, servicios o índices) en el que se ha modificado fundamentalmente las condiciones de pago y de entrega, fijando el precio, a fin de gestionar el riesgo de variación de su cotización de mercado en el tiempo. Se trata -agrega- de un contrato estandarizado que se negocia en una bolsa y en el que se especifica cantidad y calidad de bienes o servicios, o un índice determinado (tipo de cambio, tasa de interés, o un índice bursátil) para el cual se establece un valor que se cancelará en una fecha futura determinada²⁹. A diferencia de los contratos de opción, donde se adquiere el derecho, pero no la obligación de comprar o vender, en los contratos a futuro necesariamente tenemos que comprar o vender.

1.- **Modalidades:** Las principales son:

- Contratos de Futuro sobre materias primas.
- Contratos de Futuro sobre tasas de interés.
- Contratos de Futuro sobre índices bursátiles.
- Contratos de Futuro sobre divisas.
- **Contrato de Futuro sobre materias primas:** Los precios de las materias primas han sido siempre una de las variables macroeconómicas con más volatilidad, y los productores y grandes consumidores de materia prima han sido entre los primeros en acogerse a los mercados de futuros para cubrir su riesgo de precio. Dado que, no solo el precio si no también el tamaño de una cosecha, **son incógnitas sujetas a muchas**

²⁸ Hull, John C. *Op., cit.*, pág. 2-8.

²⁹ *Op., cit.*, pág. 18 y ss

variables exógenas³⁰. Cabe recalcar que estos contratos se transan básicamente en el mercado de productos, conocidos internacionalmente como **mercado de commodities**.

- **Contratos de Futuro sobre tasas de intereses:** Contratos utilizados para compensar futuras variaciones en las tasas de interés, cuyo valor se determina en función al comportamiento de las tasas de interés del mercado y en relación inversa al precio del activo. Los contratos de futuros sobre tipos de interés tienen como activos subyacentes valores de renta fija, obligaciones, bonos o letras del tesoro, depósitos interbancarios y cédulas hipotecarias principalmente.
- **Contratos de Futuro sobre índices bursátiles:** Contrato que genera -a su vencimiento- una obligación de entregar o recibir una cesta de acciones que componen al índice bursátil a un precio convenido en el momento de negociar el contrato. Es decir, los contratos de futuros sobre índices bursátiles negocian el nivel que, en una fecha futura, va a tener un determinado índice bursátil. La ganancia o pérdida del que compra un futuro de este tipo vienen dada por la diferencia entre el precio que se ha fijado hoy para ese índice en el futuro y el que realmente tenga el indicador bursátil en ese momento³¹.
- **Contratos de Futuro sobre divisas:** Un Contrato de Futuros sobre una determinada divisa, por ejemplo dólar/euro, es un acuerdo de entregar o recibir la divisa en una fecha futura, al precio (tipo de cambio) contratado en la fecha presente.

2.- Partes Intervinientes en el Contrato: Es un contrato bilateral (Comprador y Vendedor). En tal orden de ideas -expresa Jonh Hull- cada parte se obliga de antemano al momento constitutivo en asumir nuevos compromisos económicos cuya exacta cuantificación dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta que se produzcan sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones del mercado libre sobre el que recaiga la materia contratada³².

³⁰ Un productor de trigo, en el momento de la siembra no sabe el precio al que podrá vender el grano una vez cosechado. Simultáneamente un fabricante de harina, antes de la cosecha del trigo, no sabe cuanto le costará la materia prima que necesita para su proceso productivo. Una manera de eliminar esta incertidumbre es que tanto el productor como el fabricante pacten en la Bolsa de Productos la venta a futuro (*ex-ante*), a un precio acordado hoy, la fecha de entrega, calidad del trigo y la forma de pago que ya están estandarizados.

³¹ Mascareñas Pérez - Inígo, Juan (Coord.). Collec., cit., pág. 37.

³² *Op., cit.*, pág. 2-8.

- 3.- **Naturaleza Jurídica:** Para Mascareñas Pérez - Iñigo se trataría de una forma satisfactoria de Contratación a Plazo, por ser un acuerdo para comprar o vender un activo o mercancía en una fecha futura, a un precio pactado en el momento presente³³.

En esta línea Rodrigo Uría, cuando expresa los contratos de futuros son compraventas a plazo, ello siguiendo a la Legislación Española [*supra*, cap.III.3].

Creemos también en que nos encontramos ante una compra venta a plazos, en la que se difieren la entrega de la cosa y el pago del precio.

- 4.- **Objeto:** Cubrirse del riesgo (Coberturarse) de cambios inesperados en el precio de un activo, en las tasas de interés, en los índices bursátiles o en el tipo de cambio (Divisas), debido a que permiten la adquisición o venta del mismo a un precio fijado en la actualidad.

5.- Características:

- **Estandarización de los contratos que se negocian en bolsas especializadas.-** Implica que las cláusulas de los contratos estén predeterminadas en lo que se refiere a cantidad, calidad, plazos y otros términos y condiciones básicas, lo cual dota de liquidez al mercado, facilita la transparencia en la formación de los precios y abarata las transacciones.
 - **Exigencia de un nivel mínimo de garantía.-** Que alcanza un determinado porcentaje dependiendo de cada mercado.
 - **Cámara de Compensación (Clearing House).-** A nivel operativo es un mecanismo vital para el funcionamiento de un mercado de futuros; efectúa las funciones de compensación y liquidación de todas las operaciones realizadas en ella, actuando como «vendedor» para los «compradores» y como «comprador» para los «vendedores»; pero ello no significa que la Cámara de Compensación tome posición (riesgo de crédito sobre sus clientes) respecto a las operaciones, si esto ocurriese se generaría una distorsión funcional, toda vez que una de las funciones de la Cámara de Compensación es cerrar las cuentas de los clientes que han agotado su margen inicial, por representar un peligro para su normal funcionamiento.
- A nivel jurídico adquiere una importancia de igual magnitud, ya que como consecuencia de lo anterior, se elimina el riesgo derivado del posible

³³ *Op., cit.*, pág. 16-17.

incumplimiento del contrato a su vencimiento, para lo cual la Cámara de Compensación dispone de dos mecanismos complementarios: Los depósitos en garantía y la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, además de esto, la Cámara de Compensación mantiene un registro de todas las posiciones largas y cortas coadyuvando de esta forma al buen fin de las operaciones.

- **Intervienen agentes económicos como:** Administradores de Riesgo (*Hedgers*), Arbitrajistas, Especuladores (*Locals*) y Agentes de Intermediación (*Brokers*)³⁴.
- **Los contratos suelen ser líquidos antes de la fecha de vencimiento.**- Compensándolos o liquidándolos según la conveniencia y posibilidades del cobertor.
- **Liquidaciones diarias** (de pérdidas y ganancias).- Consiste en un procedimiento por el que, al final de cada sesión de negociación, la cámara de compensación procede a cargar o abonar las pérdidas y ganancias realizadas durante el día a los participantes en el mercado.

6.-Formalidad. Plazos. Garantía. Conclusión

Formalidad: Es *ab probatonem*, es decir, no hay forma prescrita bajo sanción de nulidad para su validez.

³⁴ **Administradores de Riesgo** (*Hedgers*).- Personas que acuden al mercado principalmente para cubrir los riesgos que surgen de su actividad comercial normal - bancos comerciales, bancos de inversión, casas de bolsa, bancos centrales, compañías de seguros, organismos gubernamentales, productores y consumidores de materias primas, importadores, exportadores, entre otros - lo cual se logra a través de los IFD.

Arbitrajistas.- Personas que buscan obtener una ganancia inmediata libre de riesgo por medio de su participación simultánea en transacciones en dos o más mercados.

Especuladores (*Locals*).- Personas que toman una posición en el mercado, al suponer que si los precios bajan o suban, obtendrán una ganancia potencial. Dichas personas actúan según sus expectativas sobre el precio del bien en el mercado. Dentro de este grupo distinguimos a los *Scalpers*, quienes negocian fluctuaciones mínimas de precios, obteniendo de esta forma pequeñas ganancias o pérdidas, ya que liquida su posición al final de cada sesión; los *Day Traders*, similares a los anteriores con la diferencia de negociar poco volúmenes de contratos y operan en más de un «corro» a lo largo de la sesión; los *Position Traders*, quienes mantienen posiciones a corto y mediano plazo, interesándose más en los precios tendenciales que en las fluctuaciones diarias; y los *Spreaders*, quienes compran y venden contratos, buscando una posición favorable de los precios que les permita ganar un diferencial (*spread*).

Agentes de Intermediación (*Brokers*).- Cuya misión es llevar órdenes de sus clientes al mercado y ejecutarlas cobrando una comisión. A diferencia de los anteriores, los *Brokers* no toman riesgo de precio en el mercado y viven puramente de las comisiones que generan.

Plazos: Generalmente son de corto plazo.

Garantías: Se exige un determinado porcentaje de garantía dependiendo de cada mercado (*V. Gr:* De productos).

Para el caso peruano en particular, para las operaciones con *commodities*, la Resolución CONASEV N° 822-97-EF- Reglamento de Operaciones de Rueda de Productos de la Bolsa de Productos de Lima - en su título VII, exige que para efecto de garantizar las Operaciones de Disponible para Entrega a Plazo y de Entrega Diferida, la Bolsa requerirá al comprador un monto de cobertura que no deberá ser inferior al monto pactado en la operación más el diez por ciento (10%) de este último monto. Para prever el incumplimiento del vendedor, si no ha entregado a la Bolsa el Certificado de Depósito u otro documento autorizado, la Bolsa le requerirá un monto de cobertura que no deberá ser superior al monto pactado en la operación menos el diez por ciento (10%) de este último monto (Art. 86°).

Conclusión: Las partes pueden acordar la resolución de pleno derecho del contrato y exigir el cumplimiento de las operaciones acordadas. Así el Art. 60° del Reglamento de Operaciones de Rueda de Productos de la Bolsa de Productos de Lima, establece que: «Al vencimiento del plazo, si una de las partes no cumpliera con el contrato, la otra parte podrá, en un lapso no mayor de veinticuatro (24) horas, solicitar a la Bolsa la ejecución coactiva del contrato o la Resolución del mismo...»³⁵

7.- Obligaciones de las Partes:

- Dar depósitos en garantía, que son cantidades de dinero o activos financieros que todos los participantes en un mercado de futuros han de depositar en el momento en que abren una posición.
- Pago del precio pactado, por parte del comprador.

³⁵ Constituyen una fuente de causas para la conclusión de los Contratos a Futuro, varios tipos de riesgos a que están sujetos estos contratos; así, en la práctica comercial internacional (Europa, EE.UU) se consideran riesgos como:

- **Riesgo de Base** (*Basis Risk*), riesgo existente cuando hay un diferencial entre los precios del futuro y del activo subyacente.
- **Riesgo de Indivisibilidad** (*Indivisibility Risk*), riesgo existente cuando el tamaño estandarizado del Contrato a Futuro, es distinto del tamaño requerido por el usuario final.
- **Riesgo de Liquidez** (*Liquidity Risk*), riesgo existente cuando al vencimiento del contrato, se torna difícil hallar en el mercado de contado el activo «prometido».
- **Riesgo de Correlación** (*Correlation Risk*), riesgo existente cuando hay dificultad de fijar un activo subyacente similar al activo financiero cuyo riesgo se desea cubrir.

- Cantidad, el vendedor del futuro deberá estimar un margen de tolerancia, cuando sea difícil medir con precisión el subyacente³⁶
- Sustitución de la obligación de comprar y vender, cabe la sustitución de la obligación de comprar o venta, haciendo la respectiva liquidación por diferencias.

8.- Principales Cláusulas: La descripción del contrato (estandarizado) es bastante detallada, esto ocurre en cualquier contrato de futuros, ya sea sobre deuda, productos agrícolas, etc. Las cláusulas están referidas necesariamente a:

- Cantidad, con posible tolerancia cuando sea difícil medir con precisión el subyacente.
- Calidad Aceptable, definida cuidadosamente, con tablas de posibles sustitutos, a veces con algún ajuste al precio si se entrega una calidad ligeramente distinta a la especificada.
- Fechas de Contratación.
- Horario de Mercado.
- Mecanismos de entrega del subyacente contra futuros al vencimiento, en algunos casos, euros e índices bursátiles, no hay entrega sino simplemente compensación por diferencias.
- Márgenes y depósitos de garantía y de mantenimiento para respaldar posiciones³⁷

V.- *Forward Contract* (Contrato de Avance)

Los *Forwards* son contratos no sujetos a estandarización, es decir, se celebran según los requerimientos de las partes –hechos a la medida– en el que los contratantes establecen un precio, para un elemento subyacente determinado³⁸, el cual al momento de la ejecución del contrato será comparado en función del precio de mercado del referido elemento subyacente, por lo que si el precio pactado es superior al precio de mercado, el vendedor del contrato se

³⁶ Mascareñas Pérez – Iñigo, Juan. *Op. cit.*, pág. 28

³⁷ Rodríguez de Castro, J., *Op. cit.*, pág. 79

³⁸ Entiéndase que “en los contratos derivados el **Elemento Subyacente** no es el bien materia del contrato, porque no tiene capacidad para satisfacer el interés del acreedor. El elemento subyacente es tan sólo un referente para establecer el valor económico del contrato derivado”. (Gastañadui Espinoza, Alejandro. Aspectos Tributarios de los Contratos Financieros Derivados. Cit. por Manini Chung, J. *Op. cit.*, pág. 13)

verá obligado a cubrir diferencia resultante; en el caso que el precio de mercado sea inferior al precio predeterminado, el comprador del contrato será el obligado a realizar el pago. Generalmente en este contrato el pago se ha de realizar por diferencial, siendo este el único pago a que se obligan las partes en virtud del contrato³⁹. Por ser contratos no estandarizados, su negociación se realiza en forma privada fuera del mercado bursátil (*Over-The-Counter*), solo las partes contratantes (generalmente entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y uno de sus clientes corporativos) fijan los términos del contrato, de ello se establece que tampoco exista un mercado secundario para la reventa de un contrato de este tipo.

Las partes en función de este contrato adquieren la obligación de comprar o vender en un plazo futuro preestablecido, una cierta cantidad de un activo, a un precio, calidad y lugar específicos. De aquí se concluye que un *Forward Contract* es igual a un *Future Contract*, con la diferencia principal que este último es estandarizado y se transan en mecanismos centrales de negociación.

1.- Modalidades: Encuentran una clasificación práctica de acuerdo al elemento subyacente sobre el cual se estructuran.

- Contratos *Forward* de Tasas de Interés (*Forward Rate Agreement-FRA*).
- Contratos *Forward* en Moneda Extranjera (*Forward Exchange Agreement -FEA*)
- Contratos *Forward* sobre *commodities*.
- Contratos *Forward* de Tasas de Interés (*FRA*): En el que las partes determinan la tasa de interés que se va a pagar sobre un préstamo o depósito con vencimiento establecido en una fecha futura. La mecánica operativa que identifica su funcionamiento y liquidación posterior comprende dos periodos:
 - **El Período de Espera.**- Que comprende desde la fecha de la firma del Contrato *FRA* hasta el inicio del periodo de garantía.
 - **El Periodo de Garantía.**- Es aquel donde la tasa de interés está garantizada. El periodo total comprende el periodo de espera más el periodo de garantía.

³⁹ *Ibidem.*, pág. 14.

Asimismo comprende dos tasas de interés:

- **Tasa de Interés Garantizado (TG):** Referida en el contrato.
- **Tasa de Interés de Referencia (TR):** La del mercado (Euribor, Libro, Mibor⁴⁰)
- **Contratos *Forward* en Moneda Extranjera (FEA):** Contrato a plazo entre una entidad bancaria y una empresa sobre la compra o venta a futuro de moneda extranjera o un tipo de cambio determinado⁴¹. Como ya lo expresamos, normalmente, estos casos se presentan en las empresas importadoras, por tanto ellas desean mantener el precio establecido en la compra de dólares que realizan en el futuro.
- **Contratos *Forward* sobre *Commodities*:** Usando la estructura de los *Forward*, se celebran contratos con los mismos elementos y características, solo que referido a mercaderías (productos agropecuarios y mineros).

2.- Partes Intervinientes en el Contrato: Es un contrato bilateral (vendedor-comprador)⁴²

⁴⁰ Tanto el Libor (*London Interbank Offered Rate*) como el Mibor: (*Madrid Interbank Offered Rate*) constituyen tasas de Interés Interbancaria de Londres y Madrid respectivamente. Ambas son fijadas diariamente porque son el referente para depósitos a varios plazos (frecuentemente entre tres a seis meses) en el Mercado Financiero Europeo y Mundial. Empero con la entrada en vigencia plena del Euro (€) a partir del 1 de enero del 2002, sería ocioso referirnos a los riesgos en el tipo de cambio y a los riesgos en el tipo de interés a corto plazo en la Unión Europea, esto último teniendo en cuenta el objetivo común de establecer un tipo de interés igual para todo el área de la Unión Europea; por consiguiente, los índices como el Mibor, no se consideran ya como referencia oficial para los contratos de préstamo intercambiario a partir del 1 de Enero de 1999.

Mención aparte merece el Libor, por cuanto Inglaterra aún no se ha incorporado al esquema monetario, por lo que mantiene a la Libra Esterlina como medio de pago en sus fronteras y por tanto el Banco Central de Inglaterra es el encargado de la Política Monetaria, esto trae como consecuencia que índices como el Libor aún mantengue vigencia.

Ante el panorama descrito, surge el Euribor (*Europe Interbank Offered Rate*) que es la Tasa de Interés Interbancario de los países de la Unión Europea, a la vez actúa como sustituto en los contratos en el que se halla utilizado el Milbor como índice de referencia. El Euribor nace a iniciativa de la Federación Bancaria Europea, quienes conscientes de la necesidad de fijar un nuevo tipo interbancario de referencia en la zona del Euro, toman como base los tipos ofrecidos por los principales bancos que operen en la Unión Europea. Así el Euribor se constituye como el nuevo índice de referencia para las operaciones con Instrumentos Derivados que se refieran a tipos intercambiaros nacionales.

⁴¹ Banco Wiese: Mecanismos de Cobertura de Riesgos. Oct. 1996.

⁴² Expresa Manini Chung, que la generalidad de los casos *Forwards* se celebran entre un agente económico cualquiera y una entidad del sistema financiero, o entre entidades financieras (*Op. cit.*, pág. 14-16)

3.- Naturaleza Jurídica.- Enseña el Profesor Emilio Díaz⁴³, apoyándose en las definiciones de Uría y de Sánchez Calero que se trataría de Contratos Mercantiles dentro de estos, contratos bancarios, a pesar que en algunas ocasiones las contrapartes sean empresas no bancarias.

En cuanto a los caracteres jurídicos podemos citar que se trata de un contrato conmutativo, oneroso, de ejecución diferida, atípico, consensual, principal y *ad probationem*.

4.- Objeto: Estos contratos a plazo, tienen por objeto la entrega física del bien y el pago de un precio fijado al inicio del contrato, como medio de coberturarse de las variaciones de precios provocados por el riesgo de mercado.

5.- Características

5.1. Generales

- No se realiza pago alguno sino hasta el final del Contrato.
- No es posible dejar la posición que se tenga antes del vencimiento, sin la participación y autorización de la contraparte.
- El contrato se ejecuta en la fecha de vencimiento.
- En estos contratos se encuentra presente el riesgo de incumplimiento de la contraparte.

5.2. Particulares:

Forward de Tasas de Interés.

- Se destina a la administración de riesgo de posibles variaciones adversas en la tasa de interés.
- Posibilita fijar el importe de los intereses “a garantizar” para un periodo futuro determinado.
- El comprador de un *Forward* de tasas de interés, tratará de protegerse contra un aumento en las tasas que originaría un incremento en sus costos financieros; por ende, el vendedor de un *Forward* de tasas de interés, tratará de protegerse contra un descenso en las tasas que ocasionaría una reducción en su rentabilidad.

Forward en Moneda Extranjera

- Permite coberturarnos contra variaciones inesperadas del tipo de cambio.
- Se optimiza el control de presupuestos y flujos de caja.
- Aseguran precios y mejoran el control de márgenes.

⁴³ *Op., cit.*, pág. 99-122

- Permite saber la cantidad y precio de la compra o venta de divisas que se efectuará en el futuro.

6.-Formalidad. Plazo. Garantías. Conclusión

Formalidad. Es un contrato consensual, ya que para su celebración sólo se requiere del consentimiento de las partes.

Plazos. Generalmente son contratos a corto plazo (Máx. 1 año), si se pasa de éste, su falta de profundidad y valuación poco atractiva desmotiva su uso.

Garantías. No tiene garantías. Los riesgos de incumplimiento de la parte obligada a pagar el precio preestablecido no están adecuadamente protegidos, salvo que se acuerden medias de seguridad especiales para cada caso, como puede ser el caso de información referida a depósitos en cuenta corriente o líneas de crédito⁴⁴.

Conclusión. Son contratos muy difíciles de resolver, debido a que no es posible abandonar una posición tomada antes del vencimiento de la fecha de entrega. Excepcionalmente y mediando acuerdo entre las partes podrán resolverse – remarca Soto V. – cabe advertir que en el caso de divisas, se emplea el término resolución para referirse a la ejecución de la operación al vencimiento del contrato, produciéndose de esta manera la extinción de la obligación⁴⁵.

Así tenemos que existen dos formas de resolver un Contrato *Forward* en Moneda Extranjera.

Por compensación:

- Al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio *spot* contra el tipo de cambio *forward* o el tipo de cambio *strike*, el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.

Por Entrega Física:

- Al vencimiento el vendedor hace entrega de Moneda Extranjera y el comprador de los Nuevos Soles, según el tipo de cambio pactado.

7.- Obligaciones de las Partes. Varía en función del tipo de *Forward* que las partes estén contratando, pero en términos generales “el vendedor se obliga a transferir la propiedad del bien y el comprador a pagar el precio establecido” (obligaciones de dar: Entrega del bien y del pago del dinero⁴⁶).

⁴⁴ Soto Velásquez, S. Art. Cit., pág. 34.

⁴⁵ *Ibidem*.

⁴⁶ *Ibidem*.

Empero, Manini Chung expresa que "... en estos contratos no hay prestaciones recíprocas donde acreedor y deudor encuentren la satisfacción de sus respectivos intereses en el bien materia del contrato y en el precio a pagar por el. Aquí no hay vínculos jurídicos determinados, sólo la regla de cálculo que permitirá el establecimiento en el futuro de un solo vínculo jurídico (...) sin embargo, es de considerar que en un *Forward* si bien no tenemos un comprador y un vendedor respecto a un bien, sí debemos considerar una posición compradora y otra vendedora, pero respecto al contrato en sí mismo. Es ahí donde encontraremos el interés del acreedor en cada una de las posiciones y será sobre un solo bien debido presentando diferentes características para cada uno de ellos"⁴⁷.

8.- Principales Cláusulas: Por tener un carácter individual y particular ("contrato a la medida") hay plena autonomía en su negociación. Empero ineludiblemente se debe considerar:

- Motivo de la Contratación del *Forward*.
- Objeto del Contrato.
- Carácter del Contrato.
- Plazo del Contrato.
- Obligaciones y Derechos de las Partes.
- Cláusula Penal Moratoria.
- Cláusula Arbitral, Judicial.
- Domicilio.

VI.- Marco Legal de los Instrumentos Financieros Derivados en el Perú

1.- En el Mercado de *Swaps*: No existe una normatividad propia para las operaciones de *swaps*, éstas se hallan sujetas a las regulaciones propias de la práctica mercantil y financiera, sin embargo, actualmente la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (*in advance* L de B) faculta a los bancos para brindar cobertura de "*commodities*" y de productos financieros derivados (art. 221°, num 16) así como para realizar operaciones por cuenta propia de "*commodities*" y de productos financieros derivados (art. 221°, num 42), previa autorización de la Superintendencia de Banca y Seguros, y con opinión previa del Banco Central de Reserva (art. 283°,

⁴⁷ *Op., cit.*, pág. 17.

221° num. 44 y art. 290° últ. Párrafo de la L de B) para lo cual deberán constituir departamentos separados, claramente diferenciados (art. 223° num. 2) y subsidiarias si lo requieren (art. 224° últ. parraf.). De la misma forma pueden realizar operaciones de *swaps*, los Bancos de Inversión (art. 294° num. 3) que son empresas que tienen por objeto promover la inversión en general actuando como inversionistas directos, o como intermediarios entre inversionistas y los empresarios que confronten requerimientos de capital. Por otra parte el Decreto Legisl. N° 861, Ley del Mercado de Valores (*in advance* LMV) faculta a las Sociedades Agentes de Bolsa a realizar operaciones de *swaps*, con arreglo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV (art. 194° Inc. s)), de la misma forma, permite que las instituciones de compensación y liquidación de valores registren, custodien, compensen y liquiden los Instrumentos Derivados autorizados por CONASEV (art. 223° de la LMV).

En Perú, por carecer de regulación propia, creemos que nada impide la aplicación del Derecho Común a este tipo de Contratos; tal es el caso de incumplimiento donde puede aplicarse, sin más lo prescrito en el art. 1430° de nuestro Código Civil. De otro lado, el alto grado de complejidad en el manejo de estos contratos, motiva a las partes a substraerse de la jurisdicción nacional y elegir como vía alterna al Arbitraje ante la Cámara de Comercio de Lima, en su defecto, los usos y costumbres del Comercio Internacional, para todo lo no previsto en ellas.

En Londres, New York y Tokio – mercados de vanguardia – se encuentra con una estructura descentralizada y libre de reglamentación, empero, el único organismo internacional que existe es el *International Swap Dealers Association (ISDA)*, que no tiene ningún poder legal y que no es más que un club informal de participantes en el mercado que se reúnen para intercambiar opiniones sobre futuras direcciones en el mercado y aspectos legales como documentación (diseñar contratos modelo – *Master Agreement* – como los contenidos en el *Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps, 1985 Edition*; en el *ISDA Interest Rate Swap Agreement, 1987 Edition*; en el *ISDA 1987. Interest Rate and Currency Exchange Definitions*; y en el *Interest Rate and Currency Exchange Agreement*) y riesgo de crédito.

Precisa Emilio Díaz para el caso español, que “los contratos de *Swap* no están regulados, al menos en lo que se refiere a su contenido contractual, en forma alguna, y ello ocurre no sólo en nuestro Ordenamiento Jurídico, sino tampoco en los ordenamientos jurídicos de los países de nuestro entorno, tanto del Sistema Latino como Anglosajón. Sin embargo, los contratos de *swap* han sido analizados por la doctrina tanto española como extranjera

[en ese sentido] estamos ante una figura atípica, en el sentido de no regulada, aunque lo cierto es que la falta de regulación legal no se hecha de menos en el desarrollo práctico de estos contratos, teniendo en cuenta el limitado número de participantes en los mercados financieros, donde se negocian contratos de *swap* (prácticamente sólo las entidades financieras, las grandes empresas y los Estados y otras entidades similares de derecho público)”⁴⁸.

Especial mención merece los *swaps* del Banco Central de Reserva del Perú; ente estatal que mediante estas operaciones, inyecta liquidez en moneda nacional al mercado, a través de los Bancos. Así, si el Banco “A” necesita 1 (un) un millón de Nuevos Soles, recurre al BCRP y entrega contra los nuevos soles que recibe, dólares por el mismo valor, con la condición de recompra, es decir que el Banco “A”, en un plazo inmediato volverá a comprar los dólares que vendió. Toda esta operación está sujeta al pago, a favor del BCRP, de una comisión por parte del Banco “A”, el cual variará según el tipo de cambio. Cabe enfatizar que son operaciones netamente con bancos locales.

Los *swaps* del BCRP alivian la urgencia de los bancos locales por la moneda nacional, desalientan la especulación cambiaria y contribuyen a realizar una de las funciones del BCRP, cual es, la regulación monetaria y cambiaria.

2.- En el Mercado de Opciones: Siguiendo lo anterior, la L de B en su art. 221° num(s) 16° y 42° faculta a las Empresas del Sistema Financiero (entre estas a los Bancos de Inversión) a brindar cobertura de *commodities*, futuros y productos financieros derivados, tanto por cuenta propia como por comisión, previa la autorización respectiva.

De igual forma la LMV, en su art. 194° inc. s), faculta a las Sociedades Agentes de Bolsa a realizar operaciones con opciones, de igual forma el art. 249° inc. e), permite que los recursos de los Fondos Mutuos puedan efectuarse en opciones, según las condiciones que, mediante disposiciones de carácter general, establezca CONASEV.

Entre otras normas aplicables al manejo de este instrumento tenemos: Ley N° 26361, Ley sobre Bolsa de Productos (*in advance* LB de P), el cual además de comprender la transacción de bienes de naturaleza agrícola y metálica, **abre la posibilidad que se transen Contratos de Opción sobre dichos bienes.** De la misma forma fija las obligaciones de las Bol

⁴⁸ *Op., cit.*, pág. 65-93

sas de Productos, entre las cuales está el de requerir los servicios de una Cámara de Compensación (art. 5° inc. h). Así como también, impone a las Bolsas de Productos, contar con una Cámara Arbitral (Reglamentada por Resolución CONASEV N° 113-1998 – EF/94.10, donde se contempla la Conciliación y Arbitraje, como mecanismos de Resolución de Conflictos) la que a través de un Tribunal Arbitral dirimirá las controversias que se originen en las negociaciones con productos (art. 18° de la LB de P). El 18 de Dic. De 1997, entra en vigencia la Resol. CONASEV N° 822-97-EFE/04.10, Reglamento de Operaciones de Rueda de Productos de la Bolsa de Productos de Lima, con el fin de desarrollar en óptimas condiciones las operaciones con productos entre los corredores de productos y operaciones especiales. De la misma forma mediante Decreto Supremo N° 105-1995 se establecen las Disposiciones Reglamentarias de la LB de P que inciden fundamentalmente sobre los Contratos de Opciones y Futuros⁴⁹. En esa línea de Resolución N° 509-98 del 22 de mayo de 1998 (Reglamento para la supervisión de los Riesgos de Mercado) faculta a las Instituciones Bancarias y Financieras a operar con Contratos de Opciones y Futuros con *commodities* exclusivamente, excluyendo expresamente a las operaciones de *forward*.

La Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (*in advance* L de APFs), aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF y sus modificatorias, permite que las APFs inviertan en instrumentos financieros emitidos o garantizados por Estados y Bancos Centrales de países extranjeros, además pueden invertir en operaciones de cobertura de riesgo estructuradas por instituciones extranjeras. La misma que tiene su reglamento, aprobado por Resolución SBS N° 167-2003- Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior – la cual contiene disposiciones que regulan la inversión de los recursos de las carteras administradas por las APFs en los instrumentos de inversión y operaciones de cobertura de riesgos contemplados en el inc. q) del art. 25° de la L de APFs; así, dicho Reglamento permite a las APFs poder invertir en el exterior en operaciones de cobertura de riesgo sobre contratos de opciones.

⁴⁹ Nuestra emergente Bolsa de Productos de Lima, se erige como un mecanismo en avanzada, prueba de ello es la cifra histórica alcanzada en el 2002, donde el total negociado en nuevos soles ascendió a S/. 354'918,417 (Fuente: Bolsa de Productos de Lima), tal cifra fue posible gracias a la Ley N° 27635 del 16 de Enero del mismo año que modifica la LB de P, permitiendo que las entidades del Estado e instancias descentralizadas y gobiernos locales (municipios) realicen transacciones de bienes y servicios a través de la Bolsa de Productos de Lima, coadyuvando simultáneamente al ahorro de las entidades estatales, de entre un 30% al 36% de los montos presupuestados.

3.- En el Mercado de Futuros: A través del art. 221° num (s) 16 y 42, art. 283° y concordantes de la L de B, se autoriza a las Instituciones del Sistema Financiero Nacional a participar en este tipo de operaciones. La LMV faculta a las Sociedades Agentes de Bolsa a realizar Operaciones de Futuros (art. 194° inc. s), como también permite que las inversiones de los recursos de los Fondos Mutuos de Inversión en valores se efectúen en futuros.

En la actualidad no contamos con un reglamento referido a futuros de moneda y tasas, mientras que sí existe uno específico para los *commodities*. Así, la LB de P (Ley N° 26361) permite a los agentes económicos coberturarse contra el riesgo de variación de precios en los productos agropecuarios, pesqueros, mineros e industriales, y de servicios complementarios. Es necesario tener en cuenta que esta ley no regula directamente este tipo de operaciones, sino que abre la posibilidad que ellas se efectúen.

Resolución CONASEV N° 822-97-EF/94.10 – Reglamento de Operaciones de Rueda de Productos de la Bolsa de Productos de Lima con el fin de mejorar las condiciones de negociación entre Corredores de Productos y Operadores Especiales; en lo atinente a esta norma, creemos válida la reflexión de que ella no regula expresamente a los contratos de futuro, empero los tipos de contratos establecidos en el art. 29° (como son: a) De Disponible (DD), b) De Disponible para Entrega a Plazo (DEP) y c) De Entrega Diferida (ED)) corresponden a la sistemática de los Contratos de Futuros. Decreto Supremo N° 105-1995, establece Disposiciones Reglamentarias de la LB de P incidiendo sobre los Contratos de Opciones y Futuros.

La L de AFPs permite a estas, a realizar operaciones de Cobertura de Riesgos. El Reglamento para la Inversión de Fondos de Pensiones en el Exterior (Res. SBS N° 167 – 2003). Contiene expresamente (art. 3°) la potestad de las AFPs de invertir contratos de futuros.

Resolución SBS N° 509-98 – Reglamento para la supervisión de Riesgos de Mercado, faculta a las Instituciones Bancarias y Financieras a operar con contratos de futuros con *commodities*.

Resolución CONASEV N° 021-99-EF/94.10 del 27 de Enero de 1999, el cual estipula que las operaciones de futuros deben ser efectuadas en Rueda de Bolsa.

4.- En el Mercado de *Forwards*. El ser contratos negociados, según los requerimientos de las partes, y considerando que carecen de normatividad

especial, la Doctrina le atribuye una “tipicidad social”⁵⁰ en su aplicación en el mercado.

En el Perú se efectúan principalmente *Forwards* de Moneda en dólares y de tasas de interés, llevadas a cabo en el OTC, donde participan las Sociedades Agentes de Bolsa, quienes por comisión de sus clientes extranjeros aseguran un tipo de cambio para actuar en ámbitos como la Bolsa de Valores de Lima, transacciones entre bancos, empresas importadoras y exportadoras, etc. Así tenemos que hasta mediados de 1997 los montos negociados en el Perú en *Forwards* a Junio era de 1200 millones de dólares, ascendiendo a Julio del mismo año a 2 mil millones de dólares⁵¹.

La L de AFPs y el Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior, permiten que los recursos de las carteras administradas por las AFPs sean invertidos en contratos *forwards*, donde la contraparte sea exclusivamente un banco supervisado por las autoridades reguladoras de un país determinado.

Culminamos el presente capítulo, expresando que la legislación usualmente aplicable a estos tipos de transacciones (*Option Contract*, *Future Contract* y *Forward Contract*) es la Legislación Contractual Común y para el caso de las operaciones de *swaps* los dictados por el ISDA.

VII.- Jurisprudencia

En el primer mercado mundial en la negociación con CFD, el norteamericano, la experiencia jurisprudencial incide en 4 tipos de problemas, a saber:

1. El uso indebido de los márgenes de garantía.
2. La manipulación del Mercado de Derivados (*Cornering*).
3. Adecuación de la transacción a los objetivos financieros del cliente, que en EEUU se le conoce con el término de “*suitability*” el cual alude a la obligación del intermediario de adecuar las transacciones que efectúen en beneficio de sus clientes, y no en los propios, y
4. El ocultamiento fraudulento de información.

⁵⁰ Anota Emilio Díaz que tal “tipicidad social” está dentro de la sociedad, específicamente dentro del mercado, donde estos contratos tienen su razón de ser; donde la mejor manera de solucionar conflictos que se suscitan es por la vía de las prácticas reiteradas, como los usos del comercio, o por vía de aplicación analógica de modelos estandarizados de amplia difusión y aceptación en la práctica (“Contratos sobre Tipos de Interés a Plazo (FRAs) y Futuros Financieros sobre Intereses”, España, Edit, Civitas. 1993, pág. 99-122).

⁵¹ Datos proporcionados a la Rev. Aporte (Nº 10) por parte de los Bancos Continental, De Crédito, Santander, Citibank e Interbank.

En el desarrollo de nuestra investigación, indagamos sobre jurisprudencia nacional, mas no encontramos un cuerpo sistematizado de ello⁵².

VIII.- Consideraciones Finales

La estructuración de los Instrumentos Financieros Derivados y la negociación de estos en mercados organizados, mediante contratos "a la medida" y/o estandarizados, ha propiciado la integración de los mercados financieros mundiales, a ello debemos considerar que estos últimos años se han caracterizado por profundos cambios en la orientación de las políticas monetarias internacionales, tal es el caso del Euro en la Comunidad Europea.

Constituye otro punto trascendente en la consolidación de estos instrumentos, el hecho que pequeños inversores se van introduciendo en el manejo de los mismos, sobre todo en el de opciones, considerando que eran mercados cautivos de los grandes inversionistas como respaldo a la toma de decisiones de inversión y financiamiento. Ello en suma, ha propiciado que hasta 1997 se negocien en el mundo 27 trillones de dólares en productos derivados, "... en tanto que el valor de capitalización de las bolsas de valores alcanzaban sólo 17 trillones de dólares. Es decir, la negociación de derivados equivale a 1.6 veces el valor de los activos subyacentes listados en los mercados de contado o físico. Las bolsas de derivados de Chicago manejaban, a su vez, un volumen de casi 480 millones de contratos"⁵³. En ese sentido experiencias como la estadounidense, mexicana, chilena y argentina constituyen ejemplos para el resto de América.

Reparando algunas líneas sobre la incidencia del Euro⁵⁴ en los instrumentos derivados; diremos que, la utilización de una moneda única en países que conforman la Unión Europea hace innecesaria la utilización de mecanismos de cobertura ante los riesgos de tipo de cambio (*V.Gr.*: *Swap* de divisas), así como también sobre tipos de interés a corto plazo en los mercados naciona

⁵² En lo que respecta al contrato de futuros, véase el interesante caso suscitado en Perú en 1979: Caso Minera del Estado (Publ. en "Finanzas Corporativas. Un Enfoque para el Perú" por David Wong C. Universidad del Pacífico, pág. 190-197. 1998).

⁵³ Anaya de la Rosa, J. *Op. cit.*, pág. 2.

⁵⁴ Sobre la incidencia del Euro en la actividad económica, financiera y comercial en el contexto europeo y mundial, ver nuestro trabajo: "Certificado Bancario de Moneda Extranjera y Certificado Bancario de Moneda Nacional. Un Estudio Histórico - Jurídico" publicado en: "Temas de Derecho Empresarial", pág. 233 y ss. Hermes Editores. 1ra Edic. Octubre. 2003.

les. Empero, la necesidad de intercambiar tasas de interés fijas y flotantes (*Swap Contract*) se mantendrá, por lo que las opciones y futuros relativos a tasas de interés seguirán siendo una necesidad para el mercado.

La posibilidad de diseñar, a satisfacción del cliente, nuevos derivados son ilimitadas, pues la banca de inversión hace denodados esfuerzos en el diseño de nuevos derivados, así, en 1999 se contempló un caso de opción de compra por parte de un club de fútbol, respecto a un jugador o en el caso de emisión de obligaciones cuyo rendimiento dependería del total de nieve caída en determinadas instalaciones de esquí.

Al momento los CFD constituyen una materia, en pleno desarrollo, pues nadie puede preciarse de haber agotado el tema; teniendo en cuenta un enfoque jurídico, financiero y económico (Enfoque Tridimensional), es por ende que en esta materia, hay mucho por replantear, estructurar y consolidar.