

Instrumentos financieros derivados: los contratos de futuros

Guillermo W. Oviedo Velásquez(*)

Alumno de noveno ciclo de la Facultad de Derecho
de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Julio A. Rojas Lara

Alumno de noveno ciclo de la Facultad de Derecho
de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Miembro de la Asociación Civil Ius et Veritas.

1 Introducción.

Actualmente el mundo atraviesa una de las crisis más fuertes en su historia, los países muestran una gran preocupación por encontrar una salida y reponer la actual situación con el propósito de evitar el colapso del sistema capitalista, base y fundamento de la economía mundial.

Si bien esta crisis resulta sumamente compleja, parte de ella se atribuye a un desorden en el manejo de las finanzas internacionales. Hoy las inversiones desaparecen de los mercados con la misma rapidez con que ingresan, y sumas astronómicas pueden cambiar de mercados en cuestión de minutos. Este ingreso explosivo de dinero se puede lograr a través del uso de instrumentos derivados, los mismos que hoy en día son materia de un especial interés no sólo por los particulares beneficios que se pueden conseguir con ellos, sino que además se atiende al potencial

problema que pueden originar⁽¹⁾.

2 Idea preliminar: Todo es cuestión de riesgo⁽²⁾.

Las dos últimas décadas se han caracterizado por brindar un panorama incierto respecto al entorno económico; la globalización, los cambios tecnológicos y la competencia son fenómenos que contribuyen a incrementar los riesgos financieros.

En ese sentido, el flujo de caja de todo negocio, operación comercial o activo financiero está sujeto a cambios impredecibles en el precio de venta, costo de los salarios, tipos impositivos, tecnología, tasas de interés y otras muchas variables. Dichos cambios se manifiestan en cada caso a medida que transcurren las horas, los días y los años; con lo cual la posibilidad de obtener el resultado que se esperaba es a veces

(*) A Pablo, mi hermano, mi amigo, etc.

(1) "The recent debate on derivatives has also brought to the forefront the issue of financial risk management, derivatives has been viewed as dangerous financial instruments that 'caused' huge losses and should be curtailed. An opposite view is that, provided they are judiciously used derivatives are inherently stabilizing because they allow better allocation of risk". JORION, Philippe. *Value at Risk: The new Benchmark for controlling market risk*. McGraw-Hill, 1997. p.XIII. En su obra Jorion expresa en varias ocasiones que la difusión y promoción de un tema, como el adecuado manejo del riesgo (VAR), se debe a que en los últimos años se ha atendido al potencial problema que puede suscitar el operar con los instrumentos derivados.

(2) Acerca del riesgo, recomendamos consultar: GALITZ, Lawrence. *Financial Engineering*. En: *The Financial Times Pitman Publishing*. Tomo II. Londres, 1993. pp.484-491.

improbable⁽³⁾. Esta posibilidad de conseguir o no aquello que se esperaba es el riesgo.

Para darnos una idea de lo expuesto anteriormente, imaginemos un caso de riesgo en operaciones con mercaderías básicas. En tal sentido, tenemos una compañía minera productora de cobre, que tiene como costo de producción US\$0.75 por libra de cobre, y que conoce la cotización actual de dicho producto en US\$0.80.

Si bien, en principio, sería posible sostener que en base a dicho precio, la empresa podría elaborar un pronóstico de sus ventas para los próximos meses, ello no es del todo exacto, debido a las diversas variaciones que puede experimentar el precio en el mercado. Así tenemos, que si desea desarrollar un flujo de caja predecible tendría que tener la posibilidad de conocer el precio de dicha mercadería dentro de nueve meses, fecha en la cual tendrá lista el total de su producción.

La experiencia en este mercado específico, hace posible establecer que el precio podría llegar hasta US\$1.20 por libra. Sin embargo, también el precio puede descender a US\$0.68 debido a la ocurrencia de un movimiento adverso⁽⁴⁾, con lo cual la empresa de nuestro ejemplo obtendría pérdidas significativas.

Como vemos, la compañía productora de cobre sabe que existe la posibilidad que en el futuro el precio de su producto caiga, con lo que de acuerdo a su planeación financiera ello le resultaría sumamente

perjudicial.

Lo indicado en los párrafos anteriores no es nada extraño, el panorama impredecible y volátil del mundo tiende a incrementar el riesgo; sin embargo, sabemos que ello puede ser contrarrestado adoptando ciertos mecanismos para **cubrirlo**; parte de esos mecanismos se basan en la negociación de futuros, contratos a plazos, opciones y otros instrumentos derivados.

3 Instrumentos derivados.

Por instrumentos o productos derivados debemos entender aquel instrumento financiero⁽⁵⁾ cuyo valor depende del valor que a su vez tenga un activo denominado originario o subyacente⁽⁶⁾ -de allí el nombre de derivados-. En tal sentido, es posible afirmar que el instrumento derivado depende de la existencia de otro activo.

Dentro de estos principales instrumentos podemos mencionar a los futuros, las opciones, los *swaps* y los *forwards*.

El presente trabajo se orienta a desarrollar parte de la dinámica de uno de los principales instrumentos derivados: el contrato de futuro. Sin embargo, mucho de los conceptos acá esbozados son aplicables a los instrumentos derivados en general.

(3) Las economías a nivel mundial en el año 1998, fueron puestas a prueba. Al finalizar el año, se pensaba que quedaban atrás las noticias de debacles financieras, sin embargo, en la quincena del mes de enero de este año, las noticias fueron desalentadoras. Brasil devaluó su moneda sacudiendo los mercados internacionales y en Latinoamérica los efectos de la crisis económica brasileña trajeron consigo que bolsas como la de Comercio en Buenos Aires colapsara (el Índice Merval perdió 10.37% en promedio), en México la Bolsa cayó un 4.60%, el índice de precios selectivo de acciones (IPSA) de la Bolsa de Santiago disminuyó en 4.97% y en nuestro caso el índice general de la Bolsa de Valores de Lima cayó en 4.97%. Por otro lado, a nivel mundial los precios de muchos productos mantenían sus tendencias negativas, los mercados de *commodities* como el cobre no se recuperaban. A nivel local, teníamos que al 31 de diciembre los bancos vendían dólares al público a S/3.19 mientras que al 29 de enero de este año lo hacían en S/3.40. No es difícil concluir que esta fluctuación en el tipo de cambio repercute enormemente en la economía de todos los agentes económicos; las empresas, por ejemplo, ven un aumento considerable en sus obligaciones en dólares y también sufren las pérdidas invisibles en términos de resultados por expresión de la inflación. Como vemos, tanto en el ámbito internacional como nacional ocurren hechos cuyas reales dimensiones son difíciles de prever, y que finalmente llegan a repercutir significativamente en nuestras economías.

(4) De hecho, por ejemplo la recesión que se dio en el mercado del cobre durante la crisis del Asia -a fines de 1997- determinó un precio de US\$0.76 la libra, lo cual significó un 27.6% por debajo de los US\$1.05 del precio que tuvo un año antes.

(5) Entendemos por instrumento financiero: "(...) todo valor negociable o realidad contractual susceptible de negociación organizada en un mercado de valores, es decir, un derecho o conjunto de derechos, incorporados a una forma representativa (títulos o anotaciones) o no (posiciones contractuales), susceptible de negociación en un mercado de valores. No es realmente un concepto jurídico, sino un elemento de hecho (económico, fundamentalmente) o meramente clasificador". CACHON BLANCO, José Enrique. *Los conceptos de "Valor Negociable" e "Instrumento Financiero"*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. Madrid, Julio-Setiembre de 1996, No.221. p.829.

(6) "A *derivate is a financial contract whose value depends on the value of an underlying asset or index of asset values*". BECKETTI, S. *Derivatives to risk for Banks*. En: *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. No.3, 1993. p.27

4 Contratos de futuros.

Los contratos de futuro son compromisos firmes de hacer o aceptar entrega de productos (monedas extranjeras o instrumentos financieros) de una calidad y cantidad específica, a un precio específico acordado en el momento del compromiso. Los contratos pueden ser tanto de compra como de venta⁽⁷⁾.

Los contratos de futuros ofrecen un medio para cubrirse del riesgo de alteraciones inesperadas en el precio de un activo, en las tasas de interés o en el tipo de cambio, debido a que permiten la adquisición o venta del mismo a un precio fijado en la actualidad.

Así tenemos, que el precio acordado se denominará precio futuro, la fecha futura es la fecha de entrega y el bien en cuestión es el activo subyacente.

4.1 Historia de los contratos de futuros.

Los contratos de futuro en sus inicios se establecieron para aquellos productos que presentaban una mayor inestabilidad en los precios, ya sea por variaciones en su suministro, en el caso de productos agrícolas, o por variaciones en su demanda como consecuencia de los cambios en la actividad industrial, como es el caso de los metales y minerales.

Los aspectos mencionados anteriormente, conducían en determinados momentos a una considerable volatilidad de precios y a tenencias especulativas de inventarios. En estas condiciones era natural el desarrollo de contratos a futuro. Los primeros mercados organizados se desarrollaron en el

siglo XVII en el Japón. Dicen algunos autores que los terratenientes recibían sus rentas en arroz de sus arrendatarios y dado que estos pagos se concentraban en tiempo de cosecha, los terratenientes consideraban conveniente concertar entregas futuras de arroz con los arrendatarios, con el objeto de vender este arroz a los mercaderes. Hacia 1730, el mercado se había hecho tan sofisticado que mostraba prácticamente todos los rasgos de los modernos contratos de futuros⁽⁸⁾.

En occidente el crecimiento del comercio de futuros se da durante el siglo XIX. El primer contrato de grano se negoció en la Chicago Board of Trade en marzo de 1841, después de la constitución de dicha bolsa en 1848. En esos años la negociación a plazo fue impulsada por innovaciones técnicas que expandieron enormemente el comercio de las mercancías correspondientes. Hasta entonces, lo habitual era que los nuevos mercados de futuro fueran resultado de un desarrollo lento y espontáneo⁽⁹⁾.

Es a partir del siglo XX cuando las propias bolsas toman la iniciativa de introducir nuevos contratos con los mismos criterios que cualquier empresario seguiría para introducir un nuevo producto o servicio para sus clientes⁽¹⁰⁾.

4.2 Clases de futuros.

Los contratos de futuros pueden ser definidos de la siguiente manera:

4.2.1 Contratos de futuros sobre materias primas.

Los contratos de futuros sobre materias primas, tal como lo hemos mencionado anteriormente, fueron los pioneros en negociarse. Esta clase de futuros busca obtener la cobertura necesaria respecto a variaciones que experimenten los precios de productos sometidos a estacionalidad o concentraciones de la demanda. Pueden tener como objeto productos agrícolas,

(7) HULL, John. *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. Madrid: Prentice-Hall, 1996. pp.2-8.

(8) KEEN, H. *Interest Rates Futures: A challenge for Bakers*. Citado por BRICK, JR. *Commercial Banking: Text and Reading*. 1984. p.397; a su vez citado por MADRID PARRA, Agustín. *Contratos y Mercado Futuros*. Madrid: Tecnos, 1994. p.17.

(9) FREIXAS, X. y KETTERER, J.A. *Futuros financieros*. Barcelona: La Caixa, 1990. p.5.

(10) Cabe indicar, por ejemplo, que los futuros sobre divisas se inician en el año 1972 en el International Monetary Market de Chicago, los de tipo de interés fueron introducidos en 1975 por el Chicago Board of Trade, en respuesta del notable aumento de la volatilidad de los tipos de interés. Finalmente, los futuros financieros sobre índices bursátiles surgieron en el año 1982 en el *New York Futures*.

energéticos o minerales.

4.2.2 Contratos de futuros financieros.

Estos futuros pretenden cubrir el riesgo derivado de la fluctuación en el precio de tres factores fundamentales de la economía: las divisas, el tipo de interés y los índices bursátiles.

a) Los futuros financieros sobre divisas. Los cuales tienen como activo subyacente u objeto del contrato a una divisa o moneda extranjera. Cabe destacar que los futuros sobre divisas han alcanzado una importancia extraordinaria y constituyen una herramienta imprescindible para el control de riesgo de cambio asociado a las actividades de exportación e importación.

b) Los futuros financieros sobre tipos de interés. Tienen como activos subyacentes valores de renta fija, obligaciones, bonos, letras del tesoro, depósitos interbancarios y cédulas hipotecarias. Desde su introducción, los contratos de futuro sobre tipos de interés han experimentado un importante crecimiento y, actualmente, son los contratos más negociados en los mercados mundiales.

c) Los futuros financieros sobre índices. En esta clase de contratos de futuros lo que básicamente se negocian son diversas obligaciones de entregar o recibir, al vencimiento del contrato, una canasta de acciones que componen el índice bursátil a un precio convenido en el momento de la negociación.

5 Cobertura de riesgo en los contratos de futuros.

Los contratos de futuros ofrecen un medio para cubrirse del riesgo de alteraciones inesperadas en el precio de un activo, en las tasas de interés o en el tipo de cambio, debido a que permiten la adquisición o venta del mismo a un precio fijado en la actualidad. La cobertura de dicho riesgo justifica por sí misma la existencia de los mercados de futuros.

La cobertura en este caso debe ser entendida como la adquisición o venta de una posición en un mercado

de contratos de futuros como sustituto temporal para la venta o adquisición de un título en el mercado de activos o de productos físicos.

Siguiendo con nuestro ejemplo, la compañía minera productora de cobre estima que su producción en setiembre de 1999 será de 100,000 libras de cobre a un costo de US\$0.75/libra y desea realizar una operación de cobertura hoy, primero de enero de 1999.

Ahora bien, el precio *spot* (precio al contado) es de US\$0.80/libra, mientras que el precio en el mercado de futuro cotizado al primero de octubre es US\$0.85/libra. Dicha compañía al decidir ingresar al mercado de futuros tomará una posición de venta en el mismo (posición corta), es decir, se obliga a vender sus productos en octubre de 1999 a US\$0.85/libra.

Si el precio *spot* del cobre en octubre - fecha de ejecución efectiva del contrato - es de US\$0.70/libra, la compañía minera se encontrará cubierta en tanto ella ejecutará su posición vendiendo a US\$0.85/libra. Si no hubiera tomado una posición corta en el mercado de futuro, ella hubiera perdido US\$0.05 por libra de cobre (recordemos que su costo de producción es de US\$0.75/libra).

Cabe destacar, que como contrapartida en el mercado de futuros pudo haberse encontrado otra compañía, la cual al necesitar como insumo el cobre para la producción de sus productos, decidió asegurar el precio de compra en US\$0.85/libra, asumiendo una posición larga. Como vemos, en octubre, esta compañía registra una pérdida de US\$0.15/libra respecto al precio en el mercado *spot*; sin embargo, debemos anotar que esta compañía estaba dispuesta a pagar hasta US\$0.85/libra de cobre en consideración a evitar el riesgo que el precio del metal en el mes de octubre llegue a US\$1.20/libra.

Como podemos apreciar, el objetivo de una cobertura consiste en la construcción de una posición a futuro que contrarresta en lo posible una posición en un activo financiero o físico. Es decir, que cualquier variación en el precio de un activo sea controlada por una variación en el sentido opuesto en el precio del futuro⁽¹¹⁾.

(11) La cobertura involucra tomar una posición en el mercado de futuros y una posición opuesta en el mercado *spot* o mercado actual. La base de estas posiciones en el mercado *spot* y futuro radica en que una pérdida en un mercado debe ser compensada por una

5.1 Las imperfecciones de la cobertura: El riesgo residual.

La cobertura puede apoyarse en el planeamiento y acuerdos futuros, así como en la diversificación a efectos de optimizar la rentabilidad de activos que no se encuentran muy correlacionados. Sin embargo, debemos indicar que en el mundo real la correlación casi nunca es perfecta, debido a diversos factores. En el ejemplo dado, tenemos que posiblemente no toda la producción pueda estar cubierta, ya que podría ocurrir que parte de ella no presente los niveles de calidad o cantidades mínimas que se exigen para realizar esta clase de operaciones.

En tal sentido, la consecución de una cobertura perfecta es muy difícil debido a que la compra o venta de un activo determinado no se corresponderá de forma exacta con la cantidad especificada de los contratos, lo que puede dar lugar a que la cobertura sea mayor o insuficiente a lo que realmente deseamos.

Esta imperfección de la cobertura da lugar a lo que se denomina riesgo residual⁽¹²⁾ que es el riesgo que corre una posición en el activo financiero que ha sido protegida imperfectamente.

6 Objetivo de los mercados de futuros.

De lo ya expresado, se desprende que el objeto de los mercados de futuros es alcanzar la asignación más eficiente de recursos en la economía, permitiendo a los diversos agentes económicos cubrirse de los riesgos asociados a fluctuaciones no anticipadas en los precios de los productos, paridades cambiarias y tasas de interés. De este modo, la negociación con futuros pasa a ser un importante instrumento de planificación y formación de precios.

Las ventajas asociadas a estos instrumentos toman características propias en función de los bienes que se encuentran sujetos a negociación. Así tenemos:

a) En el caso de productos, permite a los

productores estabilizar sus flujos de caja, proyectar sus ingresos en el futuro y liberar capitales, reducir sus gastos en transporte de carga, y finalmente flexibilizar sus decisiones de compra y venta de mercancías físicas. Asimismo, contribuye a disminuir la presencia del sector público en la regulación de los precios agrícolas y otros productos a través de políticas de precios mínimos. Finalmente, permite al productor el garantizar sus ingresos futuros, aumentando sus posibilidades de acceder al crédito del sistema financiero al otorgarle a este último una mayor seguridad de recuperación de su inversión. Por ejemplo, una operación de cobertura de la compañía minera podría suponer, que cuando ante la posibilidad de una caída en el precio del cobre, ésta decida por su producción futura tomar posiciones de venta en el mercado de futuros a un precio con el que asume voluntariamente el riesgo de no percibir más si aquel producto se elevase. En este caso el interés de la empresa es disminuir variaciones en su flujo de caja a consecuencia de las fluctuaciones en el precio de dicho metal. Entonces, vemos que la empresa al querer definir sus flujos de caja, el negocio no es la especulación del precio de estos productos, sino producir cobre y comercializarlo a un precio determinado para el futuro, con lo que se cubre del riesgo en el precio.

b) En el caso de contratos a futuro con tasas de interés, estos permiten a los agentes económicos tener una mayor protección efectiva de su cartera de títulos. En la medida que el comportamiento de la tasa de interés dependa de la inflación y de los objetivos de la política a corto plazo, la existencia de los mercados de futuros brinda a los empresarios un importante instrumento de gestión que les permite anticipar sus costos financieros para fechas futuras.

c) De igual manera, para un exportador que recibe por su producto el pago en la moneda del importador, le será de vital importancia su cobertura en el mercado de futuros de divisas. Sus costos y por tanto sus precios

ganancia en el otro mercado. Cfr. URRUNAGA PASCO-FONT, Roberto. *Eficiencia y Futuros en las Bolsas de Metales*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1992; BREALEY & MYERS. *Principios de Finanzas Corporativas*. 4a.ed. Madrid: Mc Graw-Hill, 1996; GALITZ, Lawrence. Op.cit.

(12) Cfr. DIEZ CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. *Ingeniería Financiera, La gestión en los mercados financieros internacionales*. 2a.ed. Madrid: McGraw-Hill, 1997. pp.282-287.

se encuentran expresados en su moneda nativa, por lo cual resulta indispensable que en el momento en que finalice su operación, conozca con certeza el ingreso (expresado en su moneda) que recibirá por la transacción efectuada.

d) En el caso de futuros de índices de acciones, éstos sirven tanto para efectos de cobertura de riesgo como para efectos de inversión. La existencia de futuros de índices hace factible la protección de los riesgos de precios de acciones y ofrece una alternativa de menor costo para invertir en el mercado accionario. Al existir este tipo de futuros, los inversionistas que esperan un alza en el mercado compran futuros y los inversionistas que esperan una baja en el mercado venden futuros permitiéndoles por esa vía protegerse de alzas inesperadas en el valor bursátil de éstas. Esto los convierte en un instrumento sumamente útil, sobre todo para los inversionistas institucionales que desean disminuir el riesgo asociado a sus inversiones en acciones. Finalmente, este mercado se constituye un importante instrumento para el fortalecimiento del mercado de capitales, al permitir una mayor diversificación del portafolio de los diversos agentes económicos, al mismo tiempo que constituye un importante medio de información para la formación de precios, tanto a nivel interno como internacional.

7 Los mercados de futuros.

7.1 Características.

Los mercados de futuros básicamente presentan las siguientes características:

a) Competencia perfecta: En este contexto, el bien que se transa debe ser perfectamente homogéneo, y contar con un gran número de compradores y vendedores, de modo tal que ninguno de los agentes que intervienen en el mercado pueda ejercer presión suficiente como para alterar el precio de los bienes y en definitiva tener control sobre él.

b) Son mercados organizados: Dichos mercados están organizados, tanto en su entorno físico como electrónico. La determinación de los precios se da mediante cotizaciones abiertas a todo el mercado. En tal sentido existe una gran difusión respecto de los precios.

c) Existe una Cámara de Compensación, la cual junto al sistema de garantías hace que el riesgo de incumplimiento en dicho mercado sea mínimo.

d) Se requieren depósitos de márgenes de garantía: Los inversionistas tienen la posibilidad de intervenir en una operación a futuro sin contar con el monto total de la transacción. Se exige un margen de garantía, establecido con la única finalidad de asegurar la protección ante las diferencias asociadas a las fluctuaciones de los precios⁽¹³⁾. Respecto a los márgenes, tenemos:

- Margen inicial.- Es el que se exige a los compradores y vendedores de futuros al momento de tomar una posición. Este margen se fija de manera que sea suficiente para cubrir las pérdidas que le podrían producir a las partes que intervienen en la transacción ante una gran variación de precios.

- Margen de mantenimiento.- Garantiza que el valor de los fondos de depósito alcance cierto nivel. Es considerado como aquel punto fijado como referencia para determinar si los participantes deben o no efectuar depósitos adicionales para cubrir los márgenes mínimos.

- Margen de Variación.- Monto adicional que se deberá depositar o retirar para cubrir pérdidas o ganancias diarias como consecuencia de la variación diaria en los precios.

Los márgenes requeridos en las operaciones a futuro garantizan la solidez financiera de los mercados y proporcionan una valiosa protección para los cobertores con un mínimo desembolso de capital.

e) En el mercado de futuros la entrega del activo subyacente en la fecha del vencimiento del contrato de futuros no suele ser frecuente. Por lo

(13) La idea básica de este mecanismo de garantía es evitar el riesgo de crédito en la liquidación de la operación; no olvidemos que por cada participante perdedor hay un ganador en la misma medida. La actualización diaria evita -con arreglo a criterios matemáticos propendentes a satisfacer el principio de suficiencia de la garantía- que se generen distorsiones en el mercado ante la posible desconfianza de los operadores que no ven pagadas las prestaciones debidas, así como el que la Cámara de Compensación asuma todo el riesgo de incumplimiento.

general, los contratos suelen ser liquidados antes de dicha fecha⁽¹⁴⁾, compensándolos o liquidando la posición, según la conveniencia y posibilidades del cobertor. Es más, necesariamente determinados contratos de futuros se liquidan en dinero -sin entrega física de la mercancía-. Es lo que se llama liquidación por caja (*cash delivery*). Este es el caso de los futuros sobre divisas y el de los futuros sobre índices bursátiles.

f) Para un determinado contrato de futuros la liquidez deberá ser alta, o el contrato desaparecerá⁽¹⁵⁾.

g) Las transacciones con futuros atraen grandes volúmenes de capitales de riesgo ante la posibilidad de ganancias originadas por las variaciones en los precios, así como por el reducido monto exigido para operar en este mercado. A este tipo de usuarios se les denomina especuladores, y pueden respaldar sus previsiones con un alto grado de apalancamiento; con bajos montos de capital se pueden cubrir posiciones considerables: una posición se cubre con sólo el 5% al 10% del monto de las operaciones, por lo que se puede realizar coberturas grandes con bajos montos de inversión.

Esto último significa esencialmente que el inversionista puede llegar a operar con una cantidad mínima, pero lo cierto es que se desenvuelve a resultados de ganar o perder hasta más de 30 veces la cifra que puso a disposición del mercado⁽¹⁶⁾. La presencia de especuladores en el mercado trae un importante beneficio económico facilitando la liquidez necesaria para absorber la actividad comercial de cobertura,

transfiriendo de este modo el riesgo a aquéllos que disponiendo de capital.

8 Los participantes del mercado de futuros.

Dentro de los agentes que participan en esta clase de operaciones, podemos distinguir hasta seis agentes, cada uno de ellos desempeña un papel muy activo dentro del mercado y la actividad de cada uno de ellos dota al mercado de las características antes anotadas:

a) Las bolsas de futuros.- Espacio físico de encuentro y lugar de mercado para compradores y vendedores. La bolsa cumple una función operativa y un papel dinámico en la negociación, pues busca las formas contractuales más convenientes para nuevos productos y activos financieros a efectos de ofrecer mejores alternativas de inversión y operación tanto a cobertores como a especuladores.

b) Cobertores o *hedgers*.- Son aquéllos que buscan protegerse de riesgos asociados con eventuales variaciones de los precios de las mercancías con las que comercian, de los instrumentos financieros que conforman sus activos, o de las fluctuaciones en moneda extranjera en que han pactado sus transacciones.

c) Especuladores.- Son aquéllos que están dispuestos a asumir un riesgo inevitable en forma deliberada, en función a una expectativa de ganancia

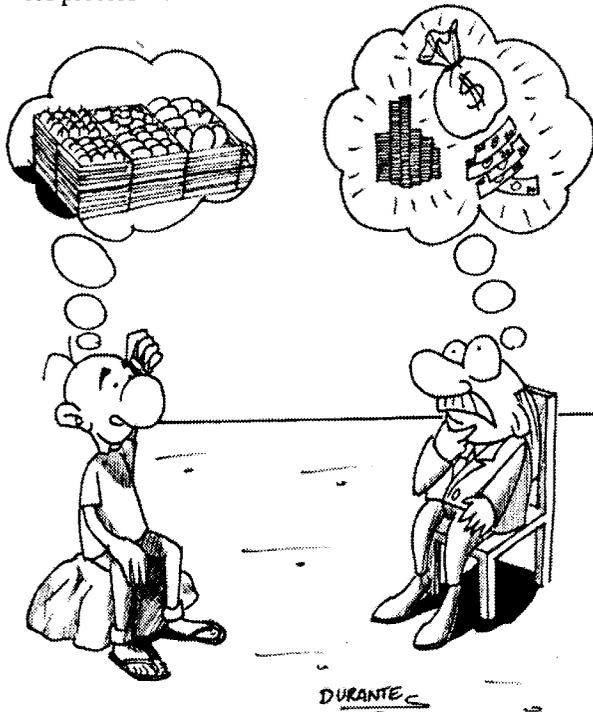
(14) Se liquidan vendiendo la misma cantidad de contratos comprados o viceversa, para que la transacción se anule o liquide.

(15) Al respecto, Del Orden Olasagasti expresa que "la liquidez es la clave de la negociación con futuros y, en consecuencia, de su éxito en el mercado". Así, para BLACK, D.G (1986), "el éxito de un contrato consiste, sobre todo, en saber atraer el interés de los operadores y agentes económicos que puedan generar un flujo sustancial de órdenes en el mercado. No hay que olvidar que la ventaja fundamental que aportan los contratos de futuros como instrumentos de cobertura respecto a otros como los contratos *forward*, es el nivel de liquidez que alcanzan los mercados en los que se negocian (...)". DEL ORDEN OLASTEGUI, Olga. *La innovación en los mercados de futuros: éxitos y fracasos*. En: *Estudios Empresariales*. Marzo de 1993. No.92. p.58.

(16) Corporación	Instrumento	Pérdida (\$ millones)
Showa Shell Sekiyu, Japan	Currency forwards	1.580
Kashima Oil, Japan	Currency forwards	1.450
Metallgesellschaft, Germany	Oil futures	1.340
Barings, UK	Stock index futures	1.330
Codelco	Copper futures	200
Procter & Gamble U.S	Differential swaps	157

En este cuadro, podemos apreciar parte de las más famosas y millonarias pérdidas atribuidas al manejo de instrumentos derivados ocurridas entre 1993-1995. Respecto al caso Barings (con 233 años de funcionamiento en el mercado), la quiebra fue atribuida a un *trader* de tan sólo 28 años llamado Nicholas Leeson, quien perdió 1.330 millones de dólares en el mercado de derivados, debido a larga exposición en la Bolsa de Valores de Japón, por acumulaciones sobre futuros en los índices del *Nikkei 225* -que es un portafolio conformado por acciones de empresas japonesas-. Al caer el mercado en más del 15%, las posiciones asumidas por el Barings, sufrieron en la misma proporción dichas pérdidas.

basada en un cálculo anticipado del movimiento de los precios⁽¹⁷⁾.



d) **Arbitradores.**- Son aquéllos que compran y venden simultáneamente en dos mercados distintos, cuyas diferencias les permiten obtener una ganancia. La idea es beneficiarse en los desequilibrios entre las valoraciones realizadas en el mercado *spot* y de futuros. El arbitraje supone siempre la realización de un beneficio seguro, sin riesgo, pues se compra y se vende al mismo tiempo ganando un pequeño diferencial.

e) **Cámara de Compensación (*clearing house*).**- Es una de las instituciones sobre las que se sustenta el funcionamiento del mercado de futuros. Cumple dos papeles importantes: primero, asegura el cumplimiento final de las transacciones a futuro garantizando los contratos y, segundo, toma parte activa en los contratos constituyéndose como intermediarios para el ajuste y liquidación de los contratos.

Entre sus funciones principales se encuentra la emisión y registro de las operaciones a futuro; control de la concentración total del mercado, de corredores y clientes; recibir de los corredores los márgenes iniciales, dinero y valores correspondientes; liquidar los intereses al vencimiento cargando o abonando las ganancias o pérdidas producidas.

9 Aspectos legales de los contratos de futuro en nuestro ordenamiento.

Desde 1994, con la entrada en vigencia de la Ley No.26361, Ley de la Bolsa de Productos⁽¹⁸⁾, se ha mantenido latente la posibilidad de dotar a dicho mecanismo centralizado de instrumentos financieros derivados -léase contratos de futuros- como parte de las operaciones que se puedan efectuar en dicho mercado. Es más, en consideración al inicio de actividades de la Bolsa de Productos -a fines de mayo del año pasado- se buscó la forma de contar con la colaboración de directivos y técnicos de la Bolsa de

(17) A los especuladores se les puede clasificar de varias formas, por ejemplo de acuerdo con la posición que adoptan en el mercado de futuros tenemos: *short* (venta) y *long* (compra), de acuerdo con el volumen transado: grandes y pequeños y, finalmente, en función a la permanencia de sus posiciones se clasifican en *scalpers* (esperan lograr beneficios en un tiempo relativamente corto), *day traders* (su horizonte de tiempo es de un día o de algunos días, basándose en el precio del bien), y *position traders* (espera semanas o meses para cerrar su posición). Por otro lado, respecto a este tipo de actividades en el mercado financiero, debemos indicar que con las experiencias ocurridas en los pasados años y, básicamente, por la crisis financiera mundial que a la fecha no encuentra visos de solución, tenemos que por octubre del pasado año, a nivel mundial se adoptaron una serie de medidas (como el recorte de créditos) a fin de evitar actividades especulativas por parte de *hedge funds* (fondos de cobertura) y otros inversionistas contra monedas de países emergentes; es más, en Japón ocurrió que el propio gobierno decidió controlar las posiciones en corto. Las medidas fueron aprobadas unánimemente en el parlamento y llegaron a ser parte de una estrategia destinada a impedir a los fondos de cobertura y a otros inversionistas que empujen injustamente a la baja el valor de mercado de las compañías japonesas, justo en tiempos de agitación financiera. Por último, algo similar ocurría en Londres. La Bolsa de Metales de Londres, el principal centro del comercio de metales del mundo, establecía reglas para detener a los *hedge funds* y a otros grandes especuladores del mercado. Se afirmaba que un factor clave en la caída de los precios del aluminio, el cobre y el níquel y otros metales básicos -en el último trimestre de 1998- habían sido las manipulaciones de los *hedge funds* y de otros especuladores comprometidos en operaciones de *short selling* (ventas en corto), con la intención de vender metales que no poseen con la esperanza de que los precios bajen y luego cubrir sus posiciones comprando el metal a un precio menor.

(18) Si bien a la fecha se han aprobado la casi totalidad de las normas concernientes a la Bolsa de Productos, el éxito de este mercado definitivamente dependerá de la información que se brinde a los potenciales participantes, así como de la real configuración de mercado que necesariamente debe tener -la oferta y la demanda en torno a los productos debe ser significativa (atomización)-.

Mercaderías y Futuros de Sao Paulo⁽¹⁹⁾ a fin de desarrollar algunos instrumentos derivados en la Bolsa de Productos de Lima. En tal sentido, y atendiendo previamente a la conveniencia de establecer un mercado de futuros, quedaría pendiente la implementación adecuada de reglas que posibiliten el manejo de dichos instrumentos.

De otro lado, en el ámbito bancario tenemos que la posibilidad de operar con instrumentos derivados fue prevista en un inicio por el Decreto Legislativo No.770 (anterior Ley de Bancos), el cual de manera muy puntual autorizaba a los bancos múltiples a operar con moneda extranjera, incluyendo a las operaciones de futuro.

Actualmente, la Ley No.26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley General), establece en el numeral 16 del artículo 221, que los bancos están autorizados a tomar o brindar cobertura de *commodities*, futuros y productos financieros derivados. Asimismo, el numeral 42 del mismo artículo. Indica que pueden realizar por cuenta propia la cobertura de *commodities* y de productos financieros derivados.

Al respecto cabe indicar dos cosas. Primero que, en el caso del inciso 16 se hace una mención innecesaria a los futuros, pues como sabemos un contrato de futuro es un instrumento financiero derivado y, segundo que tal como están redactados ambos incisos pareciera que los bancos pueden realizar operaciones con futuros sólo actuando a cuenta del cliente y no cuando actúan por cuenta propia⁽²⁰⁾. Respecto a esto último, consideramos que los bancos pueden realizar dichas operaciones, tanto por cuenta de terceros, como por cuenta propia.

Como vemos, si bien por un lado la Ley General faculta a los bancos a operar con instrumentos

financieros derivados, de otro lado también señala que las empresas deberán contar con autorización de la Superintendencia de Banca y Seguros, previa opinión del Banco Central de Reserva (BCR), para realizar esta clase de operaciones.

En tal sentido, la Resolución SBS No.509-98, Reglamento de Riesgo de Mercado, ha confirmado el requisito necesario de autorización para operar con instrumentos financieros derivados, propiciando a su vez que los derivados financieros sean utilizados principalmente para cobertura ante posibles modificaciones de precios pero no para especular.

Respecto al tratamiento tributario de los instrumentos financieros derivados, cabe señalar, que si bien hasta la fecha no existe un régimen específico sobre esta materia, consideramos que lo más resaltante de esta clase de operaciones vendría a darse en considerar que los ingresos provenientes de operaciones de **cobertura** realizadas por sujetos domiciliados en el país, sobre subyacentes que generen o puedan generar rentas de fuente peruana, califican como rentas de fuente peruana. En tal sentido, considerando que las operaciones de cobertura constituyen hechos económicos complejos. Las pérdidas que pudieren generar son deducibles para la determinación de la renta imponible del contribuyente en atención al principio de causalidad.

Llegados a este punto, queremos destacar que a nuestro parecer parte de la mecánica y funcionamiento de los mercados de futuros pasa por entender el sentido actual de la contratación, que en estos casos se orienta a servir de instrumento para el control y gestión del riesgo o riesgos –según sus distintas manifestaciones–.

De plano, por ejemplo en el caso de esta clase de instrumentos derivados, la obligación que se genera por efecto del contrato, en adición al sistema de

(19) La BMF es una institución que a nivel mundial alcanza una posición importante de acuerdo al volumen financiero que se obtiene en base a las negociaciones. Por ejemplo, en 1994 se alcanzó un resultado muy significativo, esto es US\$1,000'000,000 (mil millones de dólares) que significó casi tres veces el PBI de Brasil.

(20) La segmentación más común en los bancos es aquella que los divide en: banca corporativa, banca empresarial y banca personal, en consideración al tamaño de los clientes. Sin embargo, actualmente otros negocios están teniendo un mayor efecto en la estabilidad de algunos bancos. Entre ellos tenemos la banca de inversión y las operaciones contingentes o extrabalance. Ejemplo de operaciones contingentes o extrabalance tenemos los avales, cartas fianzas, comisiones, operaciones en mesa de dinero, operaciones con *swaps*, *forwards*, futuros y opciones, tarifas por valor de cobranza, entre otros. En 1996, los ingresos por operaciones contingentes sumaron alrededor de un tercio del total de ingresos percibidos por la banca múltiple. Si a estos rubros se les añaden los ingresos por actividades de banca de inversión, dentro de poco la mitad de los ingresos del sistema serán por este tipo de operaciones.

márgenes adoptado en dicho mercado, llegan a eliminar el riesgo de crédito en esta clase de operaciones, lo cual traducido en términos económicos llega a los rendimientos de eficiencia exigidos por el mercado.

En tal sentido, el análisis jurídico debe orientarse sobre la base de:

a) Admitir que el contrato es un concepto universal que atraviesa la historia⁽²¹⁾, y

b) No suponer que en los mercados de futuros se negocian contratos. De lo contrario cabría preguntarnos ¿cómo es posible que se constituya al instrumento contractual en objeto de la contratación?⁽²²⁾.

10 Comentario final.

Lo que hemos intentado realizar mediante el presente trabajo es acercar al lector al análisis, así como

a la operatividad de los contratos de futuros, mas allá que se nos pueda criticar la poca importancia que ha tenido para nosotros el estudio profundo de la naturaleza jurídica de esta clase de instrumentos. Sin embargo, somos conscientes que muchos temas no se han agotado. Puesto que uno de nuestros deseos era aproximar a los lectores a esta clase de contratos, si ello se logró, consideramos que hemos cumplido nuestra tarea.

Finalmente, queremos recalcar que esta clase de instrumentos son una muestra más que el Derecho y los diversos análisis jurídicos no son más que interpretaciones que se dan de la realidad; y estas aproximaciones deben de estar orientadas a satisfacer las necesidades de los diversos agentes económicos que intervienen en el mercado, teniendo el Derecho que cumplir su cometido, que es el de permitir y regular el desenvolvimiento de las relaciones entre los sujetos. AB

(21) En efecto, no hace mucho se dio una transformación del esquema tradicional del contrato, orientándose hacia la adaptación de una forma nueva de contratación que obedeció a la necesidad económica-social de reconocer la evolución sufrida hasta esos momentos. El tráfico económico más acelerado se fue convirtiendo en un tráfico de masas y de allí la necesidad de comprender, por ejemplo, que los criterios de racionalización y de organización empresarial conducen a la imposición de un contrato único o contrato tipo. No es posible que la gran empresa económica establezca contratos singulares con cada una de sus clientes. Las grandes empresas mercantiles e industriales que celebran contratos en masa, imponen a sus clientes un contrato tipo previamente redactado. El esquema tradicional del contrato hace tránsito, de esta manera, a los llamados contratos por adhesión, contratos preformulados o contratos con condiciones generales. Cfr. MARTORELL, Eduardo. *Tratado de los Contratos de Empresa*. Buenos Aires: Depalma, 1993. pp.144-155. En ese orden de ideas, los instrumentos financieros derivados también incorporan en su formación y ejecución un ingrediente novedoso, estructurado en consideración a las necesidades de cobertura del riesgo. Por lo tanto, cualquier estudio o análisis de los instrumentos derivados no nos debe conducir a desarrollar otra teoría que explique dichos contratos en función a una categoría distinta; en todo caso, lo que sí queda por reconocer es que una vez más el transcurso del tiempo y, principalmente, el cambio de los intereses sociales nos llevan a reconocer que el contrato es un concepto histórico. Ver BULLARD GONZALES, Alfredo. *Contratación en masa ¿contratación?* En: *Estudio de Análisis Económico del Derecho*. Lima: ARA, 1996.

(22) "En realidad el objeto final sobre el que se contrata es el subyacente, es sin embargo expresivo de la fuerza de la normalización contractual, por cuanto el contrato se objetiva de tal modo que, aparentemente, se constituye él mismo en objeto de la transacción cuando en estricta realidad jurídica no es sino el habitual instrumento para obtener un intercambio de contraprestaciones, una de las cuales tiene como objeto determinada cantidad de subyacente". CUNAT EDO, Vicente. *Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico*. En: *Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados*. Seminario Celebrado en la Universidad Menéndez Pelayo del 15 al 19 de julio de 1996. Madrid: Civitas, 1997. pp.118-119. A modo de precisión, cabe indicar que si bien en el caso de instrumentos derivados sobre índices bursátiles no existe subyacente que entregar, ello no obsta para descuidar la función del contrato dentro de este tipo de mercados.