

## LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: ¿QUÉ SON, PARA QUÉ SIRVEN Y CÓMO FUNCIONAN?

**Rafael Corzo de la Colina\***  
**Mauricio Balbi Bustamante\*\***

*El éxito de una transacción financiera en la actualidad ya no sólo depende de una buena idea, ni de eso que la literatura de autoayuda acostumbra llamar un olfato para los negocios. La poca predictibilidad de los mercados actuales ha llevado a los agentes financieros a tomar todo tipo de garantías que aseguren el buen desarrollo de sus operaciones. La utilización de mecanismos contractuales que permitan regular la administración de los negocios, y que a la vez los cubran de ciertos riesgos propios del mercado, es cada vez más frecuente. Cuando hablamos de aquellos mecanismos, nos referimos a instrumentos financieros derivados.*

*En el siguiente artículo, los autores nos presentan de una manera detallada y muy práctica los aspectos más relevantes de estos mecanismos en apariencia complejos, pero que, como ahora quedará demostrado, son tan útiles como sencillos.*

\* Socio del Estudio Miranda & Amado Abogados. Ha sido Profesor de Regulación del Sistema Financiero de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y Profesor visitante del Seminario de Banca de la Universidad de Piura.

\*\* Bachiller en Derecho. Asociado del Estudio Miranda & Amado Abogados.

*“Sin una orientación clara sobre cómo funcionan y que oportunidades ofrecen estos mercados [los de Derivados], el principiante puede encontrarse en una situación parecida a un niño perdido en una tienda de caramelos, donde está claro que hay muchas cosas de vital interés, pero la variedad es abrumadora y el riesgo de indigestión es alto”.*

**James Rodríguez de Castro<sup>1</sup>**

Cuando nos invitaron a colaborar en esta edición de la revista y tratar el tema referido a los instrumentos financieros derivados (o, simplemente, los “derivados”) surgió una primera gran interrogante: ¿cómo debíamos enfocar un tema que resulta novedoso y bastante complicado (según la literatura disponible que se puede consultar sobre el tema) y, además, poco difundido hasta el momento entre los estudiantes y profesionales del derecho? Analizando con mayor detenimiento este primer aspecto, decidimos coincidiendo con el enfoque que los miembros de la Comisión de Contenido de la revista quieren darle a los distintos temas que serán tratados en esta edición, ensayar un artículo que pretenda desarrollar este tema desde una perspectiva práctica y sencilla, que facilite su comprensión esencial y su funcionamiento básico y, a partir de ello, generar los fundamentos para incentivar la incursión de un mayor número de personas en el novedoso y fascinante mundo de los derivados. Esperamos haberlo logrado.

Como una advertencia inicial al potencial lector de este artículo, debemos señalar que el objetivo que perseguimos, tal como ha sido señalado, consiste en desarrollar el tema de los derivados desde una visión básica y general, sin entrar en detalles técnicos, ni pretender profundizar en su análisis y estudio; además de permitir que las personas que lean este artículo puedan tener una noción clara sobre la utilidad práctica y las potenciales alternativas de uso de estas modalidades contractuales que se vienen difundiendo cada día más a nivel internacional, sin que de ello pueda escapar nuestro país.

Como una segunda advertencia y declaración que queremos efectuar a los lectores, debemos manifestar en este punto que nos reconocemos,

dentro del marco de la cita que hemos incluido al inicio de este artículo, como “principiantes” dentro del estudio de los derivados, en donde, al igual que el niño perdido en la tienda de caramelos, hemos podido confirmar y profundizar nuestro convencimiento sobre la potencialidad, utilidad y beneficios que este tipo de herramientas pueden tener en la actualidad, así como los riesgos y mecanismos de atenuación, medición y control que existen y que se vienen implementando dentro de ellos durante los últimos años.

En este artículo vamos a tratar, en primer lugar, los conceptos fundamentales de los derivados y sus principales clases. Posteriormente, desarrollaremos diversos casos prácticos y ejemplos vinculados a los derivados, los cuales, entendemos, facilitarán la comprensión y, en alguna medida, nos permitirán demostrar lo que hemos afirmado sobre la utilidad práctica que los mismos pueden tener dentro de la vida diaria y nuestro ejercicio profesional. Finalmente, analizaremos los principales aspectos jurídicos y el régimen legal y regulatorio vigente actualmente en nuestro país que resulta aplicable a estos mecanismos contractuales, y expondremos las principales conclusiones a las que hemos arribado.

## **I. CONCEPTOS FUNDAMENTALES SOBRE LOS DERIVADOS**

Haciendo un poco de historia, debemos señalar que la creación de los derivados se remonta a varios siglos atrás. Así, el primer uso de contratos de *forward* en Europa se produjo probablemente en Francia durante la realización de las ferias regionales que eran organizadas bajo los auspicios de los condes de Champagne, mientras que el primer caso del que hemos podido tener noticia sobre un mercado de futuros organizado se habría producido en Japón hacia el año 1600<sup>2</sup>.

Así, no obstante la novedad que tienen actualmente los derivados (incrementada en forma importante durante los últimos años), debemos señalar que algunos elementos relevantes de su regulación esencial y mecanismos contractuales de funcionamiento, tal como lo desarrollaremos posteriormente, se sustentan en diversas disposiciones que tienen larga data y que se encuentran contenidas en el Derecho civil.

<sup>1</sup> RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. “Introducción al Análisis de Productos Financieros Derivados”. México D.F: Limusa Noriega. 1995. p. 13.

<sup>2</sup> Ibid. p. 28.

Los derivados, en términos generales, constituyen mecanismos contractuales que permiten a los distintos agentes del mercado administrar y obtener una cobertura respecto de ciertos riesgos que afectan sus operaciones y negocios, tales como lo son el tipo de cambio, las tasas de interés, el valor de las acciones, bonos o índices de mercados bursátiles; los precios de determinados insumos o materias primas; entre otros activos a los que se denomina “activos subyacentes”<sup>3</sup>. Asimismo, y como veremos a continuación, los derivados también pueden tener por objeto realizar inversiones de riesgo, en cuyo caso nos encontraremos ante los denominados derivados sin fines de cobertura o de carácter especulativo.

Según Costa Ran y Font Villalta, el *hedging* o la cobertura a través de los derivados es una “técnica financiera que intenta reducir el riesgo de pérdida debido a movimientos desfavorables de precios en materia de tipo de interés, tipo de cambio, movimiento de las acciones o cualquier otro ‘commodity’ en general”<sup>4</sup>.

Su denominación de “derivados” proviene del hecho de que su valor y su funcionamiento depende o, valga la redundancia, se deriva de la situación que experimentan ciertas variables del mercado como lo es, por ejemplo, si el tipo de cambio del Dólar Americano respecto del Nuevo Sol sube o baja, o cuál es la variación del valor internacional del barril de petróleo o del precio de cada onza de oro *troy*.

Estos riesgos son los denominados “riesgos de mercado” que no son otra cosa que fluctuaciones, “para arriba” o “para abajo”, en dichas variables económicas que, como es claro, no dependen de voluntad alguna ni pueden ser manejadas directamente por los agentes económicos<sup>5</sup>.

Entonces, dado que los agentes económicos pueden sufrir pérdidas importantes como consecuencia de dichas fluctuaciones que, en un caso extremo, podrían generar crisis empresariales o, incluso, determinar su salida del mercado, los derivados constituyen mecanismos que pueden servir, en caso sean estructurados y administrados en forma adecuada y eficiente, para reducir, mitigar o eliminar, según sea el caso, dichos riesgos y permitir que se afronten con éxito las crisis eventuales que pudiesen presentarse en el futuro.

Ahora bien, existen dos grandes tipos de derivados: (i) los derivados de cobertura y (ii) los derivados con carácter especulativo.

Los derivados de cobertura son aquellos a los que se refieren directamente las técnicas de *hedging* y son tomados por los agentes de mercado con el objeto de cubrir los riesgos financieros asociados a las operaciones y negocios que desarrollan. Por su parte, los derivados con carácter especulativo son aquellos en los que los inversionistas toman determinadas posiciones respecto de ciertas variables de mercado (que pueden fluctuar para arriba o para abajo) con el objetivo de obtener ganancias, esperando para ello que la variación del valor de mercado vaya a favor de la posición que han tomado en su negocio especulativo.

Teniendo en cuenta ello, los derivados de cobertura no tienen por objeto obtener una rentabilidad o ganar dinero, sino tan sólo cubrir a los agentes económicos que los toman respecto de potenciales pérdidas financieras en la eventualidad de que ciertas variables de mercado fluctuasen hacia una posición que es distinta a la que ha sido fijada o mantiene dicho agente de mercado<sup>6</sup>. Ello se daría, por ejemplo, en el caso de una empresa exportadora que recibe

<sup>3</sup> El “activo subyacente” es “el elemento referencial sobre el cual se estructura el Instrumento Financiero Derivado y que puede ser financiero (tasa de interés, tipos de cambio, bonos, índices bursátiles, entre otros), no financiero (productos agrícolas, metales, petróleo, entre otros) u otro derivado; que tiene existencia actual o de cuya existencia futura existe certeza”. (“Glosario de Términos vinculados a los Instrumentos Financieros Derivados”. Artículo 23 del Decreto Legislativo 970).

<sup>4</sup> COSTA RAN, Luis y Montserrat FONT VILLALTA. “Nuevos Instrumentos Financieros en la estrategia empresarial”. Segunda edición. Madrid: Esic. 1992. p. 157.

<sup>5</sup> Según la definición contenida en la Ley General del Sistema Financiero (Anexo - Glosario), constituyen “riesgos de mercado” la posibilidad de “tener pérdidas en posiciones dentro y fuera de la hoja del balance, derivadas de los movimientos en los precios de mercado. Se incluye a los riesgos pertenecientes a los instrumentos relacionados con tasas de interés, riesgo cambiario, cotización de las acciones, ‘commodities’ y otros”.

<sup>6</sup> Brealey y Myers, al referirse a la finalidad y clases de los derivados con fines de cobertura (y no a los especulativos), sostienen que “la mayoría de los negocios se cubren para reducir riesgo, no para hacer dinero” (BREALEY, Richard A. y Stewart C. MYERS. “Principios de Finanzas Corporativas”. Cuarta Edición. Madrid: McGraw-Hill. 1993. p. 765).

Debemos señalar, coincidiendo con estos autores, que los derivados con fines de cobertura se asemejan mucho a la función y la utilidad que cumplen los contratos de seguro. Nadie contrata, por ejemplo, un seguro contra incendio para “ganar dinero” o para hacer un buen negocio, sino que lo hace para poder mitigar o eliminar las potenciales pérdidas que podría sufrir, según sea el caso, ante la ocurrencia de un siniestro (en este caso, un incendio) cuya verificación difícilmente puede controlar. Lo mismo sucede con los derivados, considerando que las fluctuaciones de los precios de mercado de los distintos activos no pueden ser manejados y controlados por los agentes de mercado.

exclusivamente Dólares Americanos por sus ventas de productos en el exterior, y, a su vez, mantiene diversas obligaciones pactadas en Nuevos Soles (tales como el pago de las remuneraciones de sus trabajadores y las contribuciones sociales, el pago de impuestos y el pago a sus proveedores de bienes y servicios, entre otros).

En su caso, los derivados de carácter especulativo son aquellos en los que un inversionista que no mantiene operaciones productivas o de prestación de servicios propiamente dichas, "apuesta" a que la posición que ha adoptado al contratar un derivado (por ejemplo, comprar Dólares Americanos el 31 de diciembre de 2007 considerando un tipo de cambio de S/. 3.18 por cada Dólar Americano) no variará en una posición que sea distinta a la que ha adoptado. Esto es, espera que la "posición no le juegue en contra". Evidentemente, si es que el Dólar Americano el día 31 de diciembre de 2007 se cotizara a un tipo de cambio de S/. 3.10 por cada Dólar Americano, el inversionista al que nos referimos en el ejemplo tendría que pagar el día convenido S/. 0.08 de sobreprecio por cada Dólar Americano, no obstante el hecho de que en el mercado dicha divisa se cotizará en S/. 3.10.

En el otro sentido, si es que el tipo de cambio subiese a S/. 3.30 por cada Dólar Americano, entonces nuestro inversionista especulador obtendría el 31 de diciembre de 2007 importantes ganancias al poder comprar cada Dólar Americano en un precio de S/. 0.12 menos que el de su cotización ese mismo día en el mercado cambiario.

Sin perjuicio de poder desarrollar posteriormente y con mayor detalle en este artículo algunos ejemplos y formas de utilización de los derivados, es importante que pongamos un ejemplo que grafique la potencial utilización de un derivado referido al precio internacional del oro por parte de una empresa minera aurífera, esto es, que sólo extrae y comercializa oro (y no otros minerales distintos)<sup>7</sup>.

En la actualidad el oro mantiene precios internacionales altos que van en el orden de US\$ 640.00 y US\$ 670.00 por cada onza *troy*. Sin embargo, a diferencia de la situación actual, entre los años 1998 y 2000, el valor de cada onza *troy*

de oro se cotizaba en los mercados internacionales en el orden de US\$ 280.00 y US\$ 300.00, en donde existían diversas empresas mineras que mantenían costos totales de producción de cada onza de oro que iba entre US\$ 250.00 y US\$ 270.00. Esto es, la operación de estas empresas mineras sería inviable si es que, a diferencia de la situación actual, los precios internacionales del oro se redujesen a los valores que existían en los años 1998 o 2000, lo cual determinaría, como ha ocurrido en muchas oportunidades, que esta empresa minera tuviese que suspender sus operaciones, con las consecuencias usuales para sus trabajadores, sus acreedores, el Estado peruano y otros agentes vinculados con dicha empresa.

Una alternativa que permitiría que esta empresa minera aurífera pudiese afrontar aquella potencial reducción del precio internacional del oro (lo cual, como es claro, depende de diversas circunstancias del mercado que no pueden ser controladas por ella) sería que vendiese a futuro, fijando el precio en base a los niveles vigentes en la actualidad (por ejemplo, de US\$ 650.00 por cada onza *troy*), una parte (la necesaria) de su producción futura (garantizada con reservas probadas) que permita, ante cualquier escenario de reducción del precio internacional de este metal precioso, que su operación continuase siendo económicamente viable.

Evidentemente, si es que el precio del oro sigue subiendo como hasta la fecha ha ocurrido, podría suceder que la empresa minera a la que nos referimos en este ejemplo tuviese que vender en su oportunidad (en el futuro) esa parte de su producción comprometida a un precio de US\$ 650.00 por cada onza *troy*, cuando en el mercado internacional el precio de cada onza pudiese cotizarse en US\$ 100.00 o US\$ 200.00 por encima de lo convenido. En este caso, resulta importante que seamos conscientes de que en este escenario no es que la empresa minera "perdería" la suma de US\$ 100.00 ó US \$200.00 por cada onza de oro al momento de cumplir con su obligación de venta a futuro, sino que, en rigor, "estaría dejando de ganar" dicha diferencia a cambio de haber adoptado las acciones y medidas de protección necesarias para mantener su negocio minero operando ante la eventualidad de que el precio internacional del oro hubiese

<sup>7</sup> Lo cual, en sí mismo, constituye una concentración de riesgos, debido a que los resultados de esta empresa minera se encuentran sujetos a la fluctuación (al alza o a la baja) de un solo mineral y no de varios minerales (como sería el caso de la minería poli-metálica).

bajado en forma dramática. Por lo tanto, su operación no será tan rentable si es que, a diferencia de lo señalado, no hubiese celebrado una operación de venta a futuro de una parte de su producción de oro, pero lo que sí queda claro es que su viabilidad y permanencia en el mercado ha sido asegurada por sus socios y personas a cargo de su gestión.

Finalmente, dentro de los conceptos básicos de los derivados no debemos dejar de mencionar un aspecto que, desde nuestra perspectiva, resulta muy importante. Se trata del régimen de responsabilidad de los directores y gerentes de las sociedades y agentes de mercado<sup>8</sup> que surge de la decisión de hacer uso o no de este tipo de mecanismos contractuales que, en la actualidad, se encuentran a su disposición y que, en determinadas circunstancias, por no usarlos podrían generar importantes pérdidas a las sociedades que administran; se podrían, incluso, ver reducidas sus operaciones o eventualmente salir del mercado, con todas las consecuencias sociales, patrimoniales, concursales y de otro tipo que ello genera.

En esta misma línea, creemos que ningún director o gerente de una empresa podría adoptar la decisión de no utilizar estos mecanismos contractuales y de protección cuando su empresa se encuentra sujeta a riesgos de mercado importantes, sin que pudiese imputársele una actuación con negligencia grave. Opinamos que adoptar una decisión en ese sentido, en nuestros días, podría asemejarse a la decisión de no contratar seguros contra los riesgos asociados y que afectan las actividades esenciales de su empresa por tratar de reducir costos u obtener mayores ganancias, o al caso de un médico cuyos pacientes se veían afectados seriamente en el pasado por una determinada enfermedad, cuando en la actualidad ya se cuenta con una medicina que permite curarla de manera rápida y eficiente, y no obstante ello, el médico decide conscientemente no utilizarla<sup>9</sup>. Creemos, por tanto, que no existe ninguna duda respecto a la conveniencia y utilidad que tienen los derivados, así como sobre la necesidad ineludible de usarlos

en determinados casos en donde las circunstancias o antecedentes así lo requieren.

## II. CLASES DE DERIVADOS

Ahora bien, debemos señalar que existen cuatro tipos o clases de derivados que resultan tradicionales: (i) los *forwards*; (ii) los futuros; (iii) las opciones; y, (iv) los *swaps*.

En adición a la existencia de estos derivados básicos o tradicionales, debemos señalar que los derivados vienen desarrollándose y creciendo tanto en cuanto a número, como en la complejidad y riesgos que permiten cubrir. Así, los expertos en materia de estructuración de derivados vienen desarrollando una serie de productos estructurados y variantes en función a estas modalidades básicas, las cuales se generan, por ejemplo, a partir de modificaciones o combinaciones de dos tipos de derivados, contienen la inclusión de determinadas estipulaciones contractuales asociadas a los derivados (garantías, límites, retornos mínimos y/o máximos, entre otras) o se vienen estructurando derivados referidos a ciertos riesgos que no eran cubiertos anteriormente, como es el caso, por ejemplo, del riesgo asociado a las variaciones del clima o al movimiento de las reservas de energía en el mundo<sup>10</sup>.

Procederemos a desarrollar a continuación, en una forma general y siguiendo la línea que hemos fijado para este artículo, cada uno de los tipos básicos o tradicionales de derivados, para luego exponer algunos casos a partir de los cuales se podrá apreciar claramente su funcionamiento real y utilidad práctica.

### 1. *Forwards*

#### 1.1. Concepto

Los *forwards* son acuerdos a través de los cuales las partes se comprometen a comprar o vender cierta cantidad de un activo subyacente en una fecha futura predeterminada por un precio que es fijado el día de hoy. Es decir, son contratos que,

<sup>8</sup> De acuerdo a lo establecido en nuestra Ley General de Sociedades (en adelante, "LGS"), los directores de las sociedades deben desempeñar "el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y representante leal" (artículo 171 de la LGS).

<sup>9</sup> Al respecto, es ilustrativo el fallo de la Corte de Indiana en el caso "*Brane v. Roth*" en el año 1992, en el cual se determinó que los directores de una corporación estaban obligados a adoptar todas las medidas de cobertura (*hedging*) necesarias para hacer frente a los riesgos financieros que asume la sociedad en sus actividades y negocios, así como a supervisar que esas medidas fueran adecuadamente implementadas por la gerencia, ya que de no hacerlo serían responsables por los daños ocasionados a la sociedad y a los accionistas. Véase: DEMOTT, Deborah. "Agency and the unincorporated firm: Reflections on design on the same plane of interest". Washington and Lee Law Review. Primavera de 1997; y RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. pp. 20 y 21.

<sup>10</sup> CARPIO, Fernando. "El Rol de los Derivados". En: Diario Gestión. Edición del 16 de octubre de 2006. p. 14.

en contraposición a los contratos denominados *spot* (esto es, "al contado"), en donde su liquidación (*settlement*) se realiza en forma inmediata o, en todo caso, en un plazo muy corto, la liquidación de los mismos se efectúa y es diferida a un plazo que es convenido y definido libremente por las partes (por ejemplo, a los treinta, cuarenta y ocho, sesenta o noventa y dos días computados desde su suscripción o, en todo caso, en una fecha determinada).

Los *forwards* más usuales y difundidos en nuestro medio son los de moneda extranjera y se vienen celebrando desde los años noventa. Esencialmente, se trata de un contrato de compraventa de moneda extranjera (por ejemplo, la compra de Dólares Americanos a un tipo de cambio en Nuevos Soles establecido por las partes), el cual deberá ser liquidado y cumplido por las partes en una fecha diferida y no en forma inmediata. Con ello, el comprador de esos Dólares Americanos sabrá que, por ejemplo, el día 31 de diciembre de 2007 el Banco "A" le venderá la suma de US\$ 1'000,000.00 a un tipo de cambio de S/. 3.20 y que, por su parte, el Banco "A" esperará recibir de su cliente a fines del año 2007 la suma de S/. 3'200,000.00 como contraprestación por dicha operación celebrada en el mercado cambiario.

Al igual como se pueden celebrar *forwards* de moneda extranjera o divisas, también pueden celebrarse este tipo de operaciones respecto a otro tipo de bienes y activos financieros y no financieros, tales como, por ejemplo, tasas de interés, instrumentos representativos de deuda, instrumentos representativos de capital, índices de mercados bursátiles, *commodities* y materias primas, así como respecto de otros derivados.

Ahora bien, una de las principales características de los *forwards* radica en el hecho de que se tratan de operaciones que son celebradas fuera de mecanismos centralizados de negociación (usualmente por agentes de mercado y empresas del sistema financiero) y que son pactados libremente, según las necesidades de las partes. Esto es, a diferencia de los futuros (a los que nos referiremos en el siguiente punto), los *forwards* no son contratos estandarizados que tienen una serie de términos y condiciones definidos (de carácter obligatorio), sino que se tratan de contratos que son celebrados de acuerdo a las necesidades específicas de las partes. En pocas palabras, son contratos "hechos a la medida" (*tailor-made*).

### 1.2. Caso práctico

Hemos comentado que los *forwards* o "contratos a plazo" son acuerdos que buscan transferir o

desplazar los riesgos asociados a los cambios en las variables económicas que afectan los precios de diferentes activos financieros.

En ese contexto, examinaremos a continuación la situación de una empresa importadora de materias primas que desea cubrirse de las constantes fluctuaciones del tipo de cambio, las cuales han venido afectando sus gastos financieros e inquietando, con ello, sus expectativas de negocio.

Esta empresa peruana ha adquirido el día de hoy un volumen importante de mercadería en los Estados Unidos de Norteamérica como preparación para la campaña navideña, por la cual se ha comprometido a pagar US\$ 10'000,000.00 dentro de seis meses. Como esta empresa opera en moneda local y venderá sus productos en Nuevos Soles (por razón de su clientela y el segmento de mercado al que apunta), está expuesta a que el Nuevo Sol se desprece respecto del Dólar y que la cuantía en Nuevos Soles a pagar cuando venza el plazo de seis meses sea mayor de lo que es hoy. Para mitigar ese riesgo, esta empresa consulta con sus asesores financieros y legales, quienes le recomiendan asegurar su tipo de cambio (actualmente de 3.16 Nuevos Soles/Dólar) en 3.20 Nuevos Soles/Dólar, a través de la celebración de contrato *forward* con una empresa del sistema financiero.

Mediante el contrato de *forward*, la empresa peruana se ha comprometido a comprar US\$ 10'000,000.00 dentro de seis meses al precio de 3.20 Nuevos Soles/Dólar y la empresa del sistema financiero a vender dicha suma de dinero a 3.20 Nuevos Soles/Dólar. Este acuerdo, como hemos señalado anteriormente, es vinculante, así que, pase lo que pase con el tipo de cambio en ese lapso de tiempo, ambas partes deberán cumplir forzosamente con lo pactado.

En consecuencia, si dentro de seis meses el tipo de cambio se "dispara" por cualquier motivo, la empresa importadora podrá sentirse segura que sus costos financieros y potencial diferencia de cambio no se incrementarán y, por ende, no tendrá necesidad alguna de alterar el precio ofrecido a los consumidores finales.

## 2. Futuros

### 2.1. Concepto

Tal como hemos señalado en el punto anterior, los futuros son operaciones similares a los *forwards*. James Rodríguez de Castro define, en nuestro concepto, muy bien a los futuros cuando

señala que “un futuro no es más que una especie de forward estandarizado y negociable en un mercado organizado, con dispositivos de márgenes y capital para respaldar su integridad”<sup>11</sup>.

Así, a diferencia de los *forwards*, no resulta posible, en vista de su estandarización y negociación en mecanismos organizados, que se establezcan términos y condiciones particulares aplicables a cada agente económico que desee celebrar una operación de este tipo. Por ello, cuando uno se refiere a un contrato de futuros, no se requiere definir algunas condiciones aplicables al mismo, tales como cantidad, calidad, plazo, forma de entrega (“*delivery*” o “*non-delivery*”), entre otras, ya que una parte importante de las condiciones aplicables en cada caso forma parte de los términos estandarizados que corresponde a este tipo de operaciones.

No es posible, por tanto, que un agente de mercado pretenda celebrar un contrato a futuro respecto oro a un plazo de 44 días. En este caso, si desea celebrar un contrato a futuro, deberá tener en cuenta los términos y condiciones de los contratos que se negocian usualmente en el mercado en forma estandarizada (en cuanto a calidad del activo subyacente, el volumen, su plazo de vencimiento, modalidad de entrega, entre otros). Por ejemplo, podremos hablar de: (i) un contrato a futuro de petróleo WTI<sup>1</sup> en NYMEX<sup>11</sup> a noventa días (que equivale necesariamente a 1000 barriles); (ii) un contrato a futuro de petróleo “*Brent Blend*” a noventa días; o, (iii) un contrato a futuro de maíz a 30 días.

Tal como ha sido expuesto anteriormente, los futuros o contratos a futuro son operaciones similares a los *forwards* en cuanto a su utilidad, pero que tienen algunas diferencias muy marcadas en lo que se refiere a su funcionamiento y forma de contratación. Entre las principales diferencias existentes, tenemos las siguientes:

a) Los contratos a futuro, a diferencia de los *forwards*, son negociados necesariamente en mecanismos centralizados de negociación (mecanismos organizados), los cuales se encuentran supervisados y usualmente

cuentan con un régimen regulatorio y operativo aplicable a los mismos<sup>12</sup>. En el caso de los *forwards*, si bien es cierto que se celebran usualmente con empresas del sistema financiero (que son entidades supervisadas y reguladas), la negociación, celebración y cumplimiento de los contratos se realiza en forma privada entre las partes.

b) Como lo hemos señalado anteriormente, los términos y condiciones de cada contrato a futuro son fijados en forma estandarizada (en cuanto a la calidad del activo subyacente, el volumen, su plazo de vencimiento, la modalidad de entrega, entre otros), a diferencia de lo que sucede en el mundo de los *forwards*, en donde los términos y condiciones de estos contratos son fijados en forma flexible y libre por las partes (son “hechos a la medida del cliente o la contraparte”).

c) En cuanto a la forma de liquidación, los contratos a futuro se liquidan necesariamente a través de una cámara de compensación y liquidación, a diferencia de lo que sucede en el caso de los *forwards*, en donde la liquidación y pago de cada contrato se realiza en forma privada entre las partes.

d) Finalmente, un elemento que resulta sumamente importante en estas dos modalidades de derivados radica en el riesgo crediticio asociado a la celebración y cumplimiento de los mismos. Este es el denominado “riesgo de contraparte”, que no es otra cosa que la posibilidad de que la parte con quien celebremos el derivado, por alguna razón, ya sea voluntaria o involuntaria, se niegue o no pueda cumplir con su prestación convenida al vencimiento del plazo pactado. En el caso de los contratos a futuro, este riesgo crediticio es reducido en forma importante, teniendo en cuenta que los mismos son celebrados en mecanismos centralizados de negociación, en donde existen una serie de estructuras de garantía, márgenes e intermediarios que reducen este riesgo en forma sustancial.

<sup>11</sup> RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. p. 77.

<sup>1</sup> Nota del editor: Siglas para West Texas Intermediate, tipo de aceite crudo usado como referencia para medir los precios del resto de aceites y en los contratos de la New York Mercantile Exchange.

<sup>11</sup> Nota del editor: Siglas de New York Mercantile Exchange. Ver: [www.nymex.com](http://www.nymex.com).

<sup>12</sup> Tal es el caso, por ejemplo, del CBOT (Chicago Board of Trade), el NYMEX (New York Mercantile Exchange) o el LIFFE (London Financial Future Exchange).

Ello no sucede, en cambio, en el caso de los *forwards*, en donde las operaciones se celebran en forma privada entre las partes, fuera de un mecanismo centralizado de negociación, sin dejar de mencionar que un aspecto que resulta importante y que debe ser considerado también en el caso de los *forwards*, es que muchos de estos contratos son celebrados con empresas del sistema financiero (hecho que también reduce este riesgo crediticio en forma importante).

### 3. Opciones

#### 3.1. Concepto

Las opciones como uno de los tipos o clases de derivados no son distintas, en esencia, a los contratos preparatorios que se encuentran regulados por nuestro ordenamiento civil<sup>13</sup>.

La opción, de acuerdo a ello, es un contrato en mérito al cual el titular o beneficiario del mismo adquiere la facultad o el derecho de comprar, en caso así lo desee, determinado activo subyacente (como podría ser, por ejemplo, una cantidad determinada de Dólares Americanos hasta una fecha determinada a un tipo de cambio convenido desde un inicio por las partes). Como contraprestación por el otorgamiento de esta facultad o derecho, el titular o beneficiario del mismo deberá pagar una prima a la entidad o persona que conceda la opción a su favor.

Así, la diferencia más importante entre lo que es una opción y un *forward* o un futuro se encuentra en el hecho de que, en el caso de las opciones, se trata de contratos definitivos que obligan al titular o beneficiario de la opción sólo en caso que dicho titular o beneficiario lo decida (esto es, que ejerza la opción). A diferencia de ello, en el caso de los *forwards* o futuros, se trata de un contrato definitivo, vinculante y obligatorio para las partes que lo celebran, sólo que su cumplimiento y liquidación (*settlement*) ha sido diferido por un plazo determinado por acuerdo de ambas partes.

En la misma forma que lo hace el Código Civil respecto a las opciones en general<sup>14</sup>, en las opciones, como una de las modalidades básicas de los derivados, se requiere que se establezcan

con toda precisión y detalle los términos y condiciones del contrato definitivo o, en todo caso, la forma y procedimiento de su determinación.

Ahora bien, el activo subyacente respecto del cual se puede celebrar una opción puede ser de diverso tipo. De acuerdo con ello, pueden celebrarse opciones sobre diversos activos y derechos, tales como, por ejemplo, acciones u otros instrumentos representativos de capital, bonos u otros instrumentos representativos de deuda, metales preciosos, materias primas, índices bursátiles, inmuebles o, incluso, sobre otras opciones.

Asimismo, en función a la posición que tenga el titular o beneficiario de la opción, la misma podrá ser una opción *call* o una opción *put*. A continuación vamos a desarrollar ambos conceptos expresados en inglés, pero que tienen una gran difusión y uso en el mercado de los derivados.

Estamos ante una opción *call*, un *call option* o un *call*, en el caso de una opción en la que el titular o beneficiario tiene el derecho, mas no la obligación, de comprar o adquirir el activo subyacente por un precio previamente convenido con el titular o propietario del mismo en la fecha establecida para la liquidación (*settlement*) o durante el plazo de vigencia de la opción, según la modalidad aplicable en cada caso.

En contraposición a ello, nos encontraremos ante una opción *put*, un *put option* o un *put*, en el caso de una opción en la que el titular o beneficiario tiene el derecho, mas no la obligación, de vender o disponer el activo subyacente por un precio previamente convenido con la contraparte interesada en adquirir la titularidad o propiedad del mismo en la fecha establecida para la liquidación (*settlement*) o durante el plazo de vigencia de la opción, según la modalidad aplicable en cada caso.

#### 3.2. Caso práctico

Como hemos mencionado, las opciones son acuerdos que confieren a su titular el derecho a comprar (opción de compra) o a vender (opción de venta) un activo financiero o de otro tipo previamente definido en una fecha futura (o

<sup>13</sup> Conforme a los artículos 1419 al 1425 del Código Civil peruano.

<sup>14</sup> El artículo 1422 del Código Civil peruano dispone que "el contrato de opción debe contener todos los elementos y condiciones del contrato definitivo".

durante el plazo de vigencia de la opción, según sea el caso) y a un precio pactado al momento de celebrar el contrato, llamado precio de ejercicio, el cual puede resultar inferior, igual o superior al precio de mercado del activo subyacente.

Así, al llegar la fecha de vencimiento, el tenedor de la opción puede ejercerla ya sea pagando (opción de compra) o recibiendo (opción de venta) el precio de ejercicio, o simplemente no ejercerla, dejando que expire el plazo y perdiendo así la prima pagada.

En esa línea, a continuación propondremos ejemplos de opciones de compra (*call*) y de venta (*put*) sobre acciones, colocándonos en ambos casos desde el punto de vista del titular (optante) de las mismas.

### 3.2.1. Opción de compra (*call*)

Imaginemos que, al 30 de abril de 2007, el precio de cotización de las acciones de Minera Aventurasegura S.A. ("Aventurasegura") en la Bolsa de Valores de Lima era de S/. 60.00. Supongamos, además, que Juan es un inversionista que está convencido, luego del análisis técnico que ha realizado, que la cotización de las acciones de Aventurasegura subirá en el corto plazo, pero, debido a que carece de liquidez inmediata, se ve imposibilitado de adquirir dichas acciones en ese momento.

Frente a ese problema, Juan es aconsejado por sus asesores financieros y bursátiles, quienes le recomiendan adquirir una opción *call* sobre las acciones de Aventurasegura, lo cual le permitiría realizar una inversión menos riesgosa a un mayor rendimiento.

Siguiendo estas recomendaciones, Juan decide adquirir una opción de compra en el mercado con vencimiento el 30 de junio de 2007 y a un precio de ejercicio de S/. 56.00, para lo cual desembolsa una prima (contraprestación) de S/. 6.00. De esta manera, Juan podrá beneficiarse de un aumento en el precio de la acción de Aventurasegura sin haberla adquirido aún, ya que recién asumirá la condición de accionista de la empresa en la fecha de vencimiento de su contrato (30 de junio de 2007), siempre y cuando, obviamente, decida ejercer la opción concedida a su favor.

Juan decidirá ejercer su opción si es que, en la fecha de vencimiento de la opción de compra, el precio de mercado de la acción de Aventurasegura es superior al precio de ejercicio convenido en la opción de compra (S/. 56.00), ya que tendría la

posibilidad, gracias a la opción *call* negociada, de adquirir dicho activo por un precio menor al fijado en el mercado. Por el contrario, si el 30 de junio la cotización de la acción de Aventurasegura es inferior al precio de ejercicio de su opción, Juan no ejercerá la opción de compra otorgada a su favor, perdiendo con ello los S/. 6.00 de prima que pagó, ya que podría adquirir acciones de Aventurasegura directamente en la Bolsa de Valores de Lima por un precio menor al que tendría que pagar por el ejercicio de su opción de compra.

Asumamos, pues, que el precio de la acción de Aventurasegura en el mercado bursátil el día 30 de junio de 2007 es de S/. 67.00. Juan, entonces, decide ejercer la opción pagando su precio de ejercicio (S/. 56.00), recibiendo a cambio una acción de Aventurasegura (activo subyacente de la opción), que revende inmediatamente en la Bolsa de Valores de Lima por su precio: S/. 67.00. Como resultado de esta operación, Juan ha resultado claramente beneficiado, puesto que la diferencia entre el precio de la acción en la fecha de vencimiento (S/. 67.00) y el precio del ejercicio más la prima (S/. 56.00 + S/. 6.00) es positiva (un resultado a favor de S/. 5.00 por cada acción de Aventurasegura).

Si, por el contrario, el precio de la acción de Aventurasegura al 30 de junio es de S/. 54.00, a Juan no le convendrá ejercer la opción, puesto que la diferencia entre el precio de la acción en la fecha de vencimiento de la opción (S/. 54.00) y el precio del ejercicio más la prima (S/. 56.00 + S/. 6.00) es negativa (- S/. 8.00). Nótese que si Juan decide no ejercer la opción, su pérdida total se limitaría solamente a la prima pagada (S/. 6.00) por cada acción de Aventurasegura.

### 3.2.2. Opción de venta (*put*)

Sobre la base de ciertos rumores que advertían sobre una presunta tendencia a la baja de las acciones de Aventurasegura, y ansioso por obtener un beneficio de tal situación, Luis, amigo de Juan, decide adquirir una opción de venta (*put*) sobre 100 acciones comunes de Aventurasegura con fecha de vencimiento el 30 de junio de 2007 por un precio de ejercicio de S/. 64.00, pagando para ello una prima de S/. 8.00.

Luis decidirá ejercer su opción de venta si es que, en la fecha de vencimiento convenida, el precio de mercado de la acción de Aventurasegura es inferior al precio de ejercicio de su opción de venta (S/. 64.00), ya que podrá vender dicho activo por un precio superior al fijado en el mercado. Por el contrario, si el 30 de junio de 2007 la cotización

de la acción de Aventurasegura es superior al precio de ejercicio de su opción, Luis venderá sus acciones en el mercado bursátil, operación que le proporcionará un precio mayor en comparación con el que recibiría con el ejercicio de la opción, perdiendo, en consecuencia, la prima pagada (S/. 8.00).

Si el precio de la acción de Aventurasegura en el mercado bursátil el día 30 de junio de 2007 es de, supongamos, S/. 52.00, Luis entonces decidirá ejercer la opción, transfiriendo las acciones de Aventurasegura y recibiendo a cambio el precio de ejercicio convenido (S/. 64.00). Como resultado de esta operación, Luis ha resultado beneficiado puesto que la diferencia entre el precio de ejercicio (S/. 64.00) y el precio del activo subyacente en la fecha de vencimiento más la prima pagada (S/. 52.00 + S/. 8.00) es positiva (S/. 4.00).

Por el contrario, si el precio de cada acción común de Aventurasegura en el mercado es de S/. 67.00, Luis optará por no ejercer la opción de venta convenida y venderá sus acciones directamente en el mercado, en donde, en principio, obtendrá un resultado positivo de S/. 3.00 por cada acción al vender las mismas en forma inmediata (S/. 67.00 en lugar de S/. 64.00, con una diferencia de S/. 3.00 a favor), aunque deduciendo, luego de ello, el monto de la prima pagada por la opción de venta tendría un resultado neto negativo de menos S/. 5.00 (S/. 8.00 menos S/. 3.00 = S/. 5.00). Es claro, en este caso, que el costo de S/. 5.00 pagado por Luis es el que ha permitido cubrirse en la posición que tenía (100 acciones comunes de Aventurasegura) ante cualquier reducción sustancial del precio de estas acciones en el mercado.

#### 4. Swaps

##### 4.1. Concepto

Para efectos de definir a los *swaps*, debemos indicar que se trata de contratos en mérito a los cuales las partes que los celebran se obligan a intercambiar o permutar en el tiempo determinados flujos de dinero que se encuentran vinculados o se derivan de determinados activos subyacentes.

Rodríguez de Castro sostiene que “en su definición más general, un *swap* es un contrato por el cual dos partes se comprometen a

intercambiar una serie de flujos de dinero (*cash flows*) en una fecha futura. Los flujos en cuestión pueden, en principio, ser función de casi cualquier cosa, ya sea de las tasas de interés a corto plazo, del valor de un índice bursátil o cualquier otra variable”<sup>15</sup>.

Debemos mencionar en este punto que esta clase de derivado ha permitido que los agentes de mercado cuenten con una herramienta eficiente que les permita reducir o eliminar determinados riesgos de mercado en los que incurrían en sus operaciones. Dentro de ello, los *swaps* de tasa de interés son los más habituales en el mercado; esto es, celebrar un derivado que permita a una parte permutar o cambiar los flujos de fondos que requiere para asumir el pago de una tasa de interés variable derivada de un préstamo obtenido o una emisión de bonos en el mercado (por ejemplo, una tasa de LIBOR más un margen de 3% anual) por los flujos de fondos que corresponden a una tasa de interés fija (por ejemplo, de 8% anual).

Así, en el caso del ejemplo que hemos citado sobre tasas de interés, la parte que decidió celebrar este *swap* de tasas de interés (que se ha obligado a pagar una tasa de interés variable a sus acreedores o a los tenedores de los bonos) ha cubierto su exposición en el préstamo obtenido o en los bonos que emitió en el mercado derivado de la potencial fluctuación futura en el mercado de la tasa LIBOR. Para esta parte y no obstante las condiciones del préstamo o de los bonos emitidos, ya no le resultará relevante la evolución de la variable económica LIBOR en el mercado, ya que ha generado un mecanismo de cobertura que le permitirá, cualquiera sea dicha variación, contar con los fondos suficientes para pagar los intereses que se ha obligado a pagar a sus acreedores (independientemente de la situación en que se encuentre la tasa LIBOR) a cambio de una tasa fija de interés de 8% anual.

Dentro de los tipos de *swaps* que se negocian en el mercado tenemos, además de otros, el de tasas de interés (que, como hemos señalado, es de los más habituales), de materias primas (*commodity swaps*), de divisas (*currency swaps*) y de índices bursátiles.

Ahora bien, a diferencia de los futuros, el mercado de los *swaps* se encuentra constituido por un

mercado totalmente internacional, que no depende de la influencia y presiones de las bolsas de valores. Se trata de un mercado puramente institucional, contando con una estructura muy descentralizada y con escasa reglamentación. El principal y más difundido organismo internacional que regula este tipo de operaciones es el *International Swap Dealers Association*<sup>16</sup> (en adelante, "ISDA"), organismo que no tiene ninguna fuerza vinculante o facultad reglamentaria obligatoria para las partes que celebran *swaps*, sino que se trata de una entidad informal de participantes en el mercado "que se reúnen para intercambiar opiniones sobre futuras direcciones en el mercado y aspectos legales como documentación y riesgo de crédito. A pesar de su falta de poderes legales, el ISDA tiene de todos modos una enorme influencia"<sup>17</sup>.

Dentro de ello, no debemos dejar de mencionar la existencia del denominado "ISDA Master Agreement" (el Contrato Marco aprobado por el ISDA)<sup>18</sup>, el cual constituye un formato de amplia difusión que es utilizado por los distintos agentes de mercado en forma referencial para celebrar sus operaciones de *swap* de distintas clases y tipos de activos subyacentes a nivel internacional, pudiendo las partes convenir libremente la modificación o precisión a determinadas estipulaciones contenidas en este formato de carácter referencial. Sin embargo, debemos decir que la existencia de este formato referencial ha contribuido en forma importante a la difusión y la utilización del *swap* como herramienta de cobertura de riesgos, así como a estandarizar sus prácticas en muchos países del mundo, como es el caso del Perú.

#### 4.2. Caso práctico

Tal como hemos explicado, los *swaps* son acuerdos a través de los cuales el comprador y vendedor convienen en intercambiar flujos monetarios o activos subyacentes en plazos

futuros preestablecidos y de acuerdo a una regla de cálculo definida previamente por las partes.

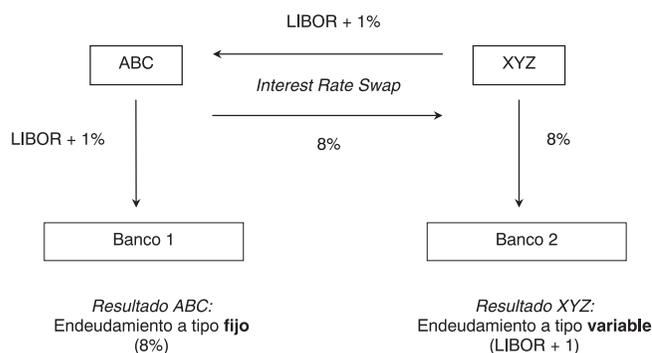
A continuación propondremos un ejemplo de la clase de *swaps* más sencilla y quizás más utilizada: los *swaps* de tipo de interés (conocidos como *interest rate swaps*).

Imaginemos, pues, que la empresa ABC requiere contraer un préstamo de US\$ 10'000,000.00 con vencimiento a cinco años y desea que sea pagadero considerando un interés fijo, para así anticipar adecuadamente sus costos de financiamiento y cubrir su exposición frente a eventuales fluctuaciones de las tasas de interés. Sin embargo, debido a su baja clasificación de crédito y las condiciones existentes en el mercado, ABC sólo puede conseguir del "Banco 1" un préstamo de US \$ 10'000,000.00 pagadero con un tipo variable de LIBOR a un año más un margen de 1% anual.

Por su lado, la empresa XYZ requiere también contraer un préstamo de US\$ 10'000,000.00 con vencimiento a cinco años, pero tendría la intención de pagar un interés de tipo variable, para de esa manera controlar sus márgenes de beneficio. No obstante, XYZ obtuvo finalmente del "Banco 2" un préstamo pagadero con un tipo de interés fijo de 8% anual.

Mediante un *swap* con plazo de vencimiento de cinco años, ABC le abonará anualmente a XYZ los intereses a tipo fijo para pagar el servicio de intereses por su deuda, mientras que XYZ le abonará a ABC el monto que corresponde a los intereses a tipo variable para hacer frente a su préstamo. El resultado final será que ABC quedará endeudada considerando una tasa de interés fija, mientras que XYZ lo hará con un tipo de interés variable, tal y como ambas partes deseaban desde un comienzo.

De acuerdo a ello, el esquema básico del caso comentado sería el siguiente:



<sup>16</sup> Ver: [www.isda.org](http://www.isda.org).

<sup>17</sup> RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. p. 50.

<sup>18</sup> La versión vigente del "ISDA Master Agreement" que ha sido aprobado por ISDA data del año 2002.

Es importante destacar que en ningún caso se realiza un intercambio del monto del préstamo (ascendente en ambos casos a US\$ 10'000,000.00), ya que el mismo sólo sirve como base de referencia para calcular los intereses a pagar. En otras palabras, ni ABC ni XYZ se prestan o piden prestados fondos como parte de la operación.

En la práctica, los pagos que ambas partes contratantes se intercambian en virtud del *swap* suelen compensarse o netearse, realizándose un solo pago por diferenciales a favor de ABC o de XYZ, según sea el caso y la evolución del tipo de interés LIBOR en el mercado (hacia arriba o hacia abajo).

### III. ASPECTOS JURÍDICOS GENERALES DE LOS DERIVADOS

A primera vista, parecería muy difícil realizar un análisis jurídico riguroso sobre los derivados si reparamos en su compleja estructura, variedad y extraordinario dinamismo. Sin embargo, ello no es del todo cierto. La mayoría de los derivados básicos pueden ser entendidos en alguna medida como “desviaciones” de instituciones civiles que nos resultan familiares y que, por cierto, se han nutrido de fuentes diversas como la costumbre, los usos comerciales y las prácticas financieras.

A pesar de ello, no podemos negar que la impresionante velocidad con la que actualmente se diseñan y negocian los derivados, tanto dentro como fuera de mercados organizados, ha dificultado la creación de un marco legal y regulatorio eficiente y flexible para este tipo de instrumentos financieros, impidiendo un desarrollo doctrinario y jurisprudencial trascendente sobre la materia.

Bajo tales premisas, en esta sección examinaremos a grandes rasgos cuáles son los aspectos jurídicos más relevantes vinculados con los derivados, aplicando para ello, en primer lugar, los conceptos y principios básicos de la Teoría General de los Contratos, para luego identificar y definir los elementos particulares que distinguen a esta clase de contratos modernos de carácter financiero.

En este contexto, debemos advertir al lector que el propósito de esta sección es brindar una

descripción general e introductoria del régimen jurídico aplicable a los derivados y, por lo tanto, no pretende desarrollar de manera profunda y exhaustiva todas y cada una de sus implicancias jurídicas.

#### 1. Características generales

Tal como hemos adelantado, los derivados presentan variados y sofisticados matices contractuales. Sin embargo, para fines didácticos, podemos señalar que los siguientes son los principales caracteres jurídicos desde la perspectiva del Derecho Civil peruano:

- a) Por su estructura, son contratos atípicos, pues, salvo por las disposiciones de carácter tributario, contable y regulatorio que describiremos más adelante en este artículo, en el Perú no están regidos por una normativa legal específica. Por ende, en este tipo de acuerdos, prima el principio de la libertad contractual y se refleja en su mayor alcance el postulado de la autonomía de la voluntad privada, “pues los interesados, consultando su mejor conveniencia, determinan los efectos que han de producir, su alcance, sus condiciones y modalidades, aunque las respectivas estipulaciones no se amolden a los actos patrones reglamentados por la ley”<sup>19</sup>.

Cabe recordar, sin embargo, que en los últimos tiempos han surgido asociaciones y organismos internacionales, como la ISDA, que han elaborado modelos de contratos marcos estandarizados, que buscan simplificar y abaratar el proceso de negociación de los derivados, otorgando con ello estabilidad y seguridad a la contratación de estas operaciones financieras. Ello ha permitido, por un lado, reducir casi totalmente las lagunas normativas y, por el otro, brindar seguridad a las partes, pues los marcos contractuales son susceptibles de ser revisados y controlados en sede arbitral o judicial, según sea el fuero al que las partes hayan acordado someterse<sup>20</sup>.

De igual manera, los derivados que son negociados en mercados organizados (por ejemplo, futuros y algunos tipos de opciones) contienen cláusulas predeterminadas

<sup>19</sup> OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo y Eduardo OSPINA ACOSTA. “Teoría general del contrato y de los demás actos o negocios jurídicos”. Cuarta Edición actualizada. Santa Fe de Bogotá: Temis. 1994. p. 50.

<sup>20</sup> DAGA, Gabriel Alejandro. “Contratos financieros derivados”. Buenos Aires: Ábaco de Rodolfo Depalma. 2005. p. 258.

respecto a la cantidad, plazos, y demás términos y condiciones fundamentales que son iguales para todos los participantes, facilitando de esa manera su circulación en el mercado.

- b) Desde el punto de vista de su autonomía, son contratos principales, pues no dependen jurídicamente de otro contrato que le sea precedente. Debe quedar claro, entonces, que “de la expresión derivados no debe deducirse que estos contratos, en sí mismos, son accesorios o dependientes de otros. Son principales e independientes, ya que las obligaciones que de ellos nacen son autónomas y las partes no tienen, o al menos no tienen por qué tener, otras relaciones obligacionales vinculadas o conectadas con las que de estos contratos surgen”<sup>21</sup>. En otras palabras, en los derivados no existe dependencia jurídica, sino exclusivamente económica en cuanto al resultado final.
- c) Por su perfeccionamiento constitutivo, son contratos consensuales; esto es, se perfeccionan por el mero consentimiento de las partes y no requieren de formalidad específica alguna. Sin embargo, suelen celebrarse por escrito.
- d) Por el número de obligaciones originadas, son bilaterales, ya que generan obligaciones a cargo de ambas partes.
- e) Por sus prestaciones, son contratos de prestaciones recíprocas o correlativas, ya que cada una de las partes asume prestaciones respecto de la otra.
- f) Por su valoración, son contratos onerosos; pues cada una de las partes se enriquece y empobrece recíprocamente.
- g) Por la certidumbre de sus efectos patrimoniales, son contratos aleatorios; pues la valoración de las ventajas y sacrificios asumidos por las partes es impredecible,

dependiendo de circunstancias ajenas y desconocidas por ellas y que se encuentran asociadas a la evolución de ciertas variables de mercado, como es el resultado final de la variación del precio del elemento subyacente materia del contrato. Esta característica es más evidente en aquellos derivados que se liquidan mediante “diferenciales”, como veremos más adelante.

## 2. Características específicas

Habiendo explicado de manera panorámica los elementos jurídicos básicos y generales de los derivados, corresponde ahora pronunciarnos brevemente sobre los rasgos particulares que distinguen a los instrumentos financieros elementales.

### 2.1. *Forwards* y Futuros<sup>22</sup>

En términos sencillos, los *forwards* y los futuros pueden ser entendidos como contratos de compraventa sujetos a término, en los cuales las partes fijan el día de hoy la cantidad y el precio de un determinado activo subyacente, pero acuerdan diferir su entrega y pago para una fecha futura predeterminada.

Como se aprecia, el aspecto jurídico más relevante y distintivo de ambos instrumentos financieros radica en que se trata de contratos con “efecto retardado”<sup>23</sup>, pues su eficacia está afectada al vencimiento de un plazo previamente definido por las partes.

Ahora bien, es importante mencionar que el pago en estas figuras contractuales puede acordarse de dos maneras: (i) mediante la entrega física del activo subyacente (“*delivery*”); o, (ii) a través del desembolso de una suma de dinero igual a la diferencia entre el precio del activo subyacente a la fecha de vencimiento del instrumento y el precio pactado en el contrato respectivo (“*non-delivery*”). A esta última modalidad de pago, utilizada con mayor frecuencia, se le conoce comúnmente con el nombre de “liquidación por diferenciales” o “*cash settlement*”.

<sup>21</sup> SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. Citado por: ARATA, Carlos Enrique. “Apuntes generales sobre los Instrumentos financieros derivados”. En: Revista De Iure. Año III. Número 3. p. 206.

<sup>22</sup> Hemos estimado conveniente tratar ambas figuras en conjunto, en vista de su evidente similitud. En estricto, y tal como hemos mencionado anteriormente, la diferencia fundamental entre ambos instrumentos radica en que mientras los *forwards* se negocian privadamente y se plasman a través de contratos hechos a la medida, los futuros se negocian en mecanismos centralizados y lo hacen a través de contratos estandarizados. Al respecto, véase: FABOZZI, Frank; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank y Michael FERRI. “Foundations of financial markets and institutions”. Tercera edición. New York: Prentice Hall. 2002. pp. 502 y 503; y RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. pp. 82 y 83.

<sup>23</sup> MESSINEO, Francesco. “Doctrina general del contrato”. Tomo II. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América. 1986. p. 204.

Respecto de la primera variante descrita anteriormente; esto es, la tradición del activo subyacente al acreedor en la fecha de vencimiento del instrumento, creemos que ésta encuentra su antecedente y sustento teórico en el contrato de compraventa sujeto a término.

En esa línea, es oportuno el comentario del tratadista Guillermo Borda, quien al exponer sobre la evolución del contrato de compraventa, señala que “en su primera etapa fue simplemente manual o al contado; es decir, se cambiaba en el mismo acto la cosa y el dinero y en ese mismo instante se quedaba transferida la propiedad de ambos. Más tarde no bastó con esta forma elemental. A veces, el vendedor no obstante entregar la cosa al comprador le daba un plazo para el pago del precio; otras veces, era el vendedor quien recibía el precio en el acto y entregaba la cosa más tarde; o, en fin, eran ambas partes las que disponían de un plazo para cumplir su prestación”<sup>24</sup>.

Por otro lado, en la modalidad de pago “*non-delivery*” –típica en mercados organizados– las partes establecen un precio para un elemento subyacente determinado, el cual será comparado al momento de su ejecución con el precio del mercado (“*spot*”) del referido elemento subyacente el día de la liquidación, por lo que si el precio pactado es distinto al precio de mercado vigente en esa fecha, una de las partes se verá obligada a cubrir la diferencia resultante.

Así, nótese que, a diferencia de la prestación consistente en la entrega física del elemento subyacente (bajo la modalidad “*delivery*”), en la liquidación “por diferenciales” las partes no llegan finalmente a vender el activo subyacente o transmitir el derecho de propiedad de ningún bien. En estricto, sólo existe la obligación de entregar una suma de dinero. Lo curioso, sin embargo, es que, debido al carácter aleatorio de estos contratos, ninguna de las partes sabe con certeza quién será la acreedora o deudora del pago de la diferencia, ni del monto a desembolsar, sino hasta llegado el final del plazo del instrumento.

Finalmente, debemos señalar que existe en doctrina una ardua discusión sobre la naturaleza

jurídica de los contratos “*non-delivery*”, habiéndose ensayado diversas teorías<sup>25</sup> (desde las que los categorizan como “contratos diferenciales puros” o “prestaciones recíprocas compensables” hasta los que consideran “obligaciones de valor”), las cuales no serán desarrolladas en esta oportunidad por exceder largamente el propósito de este artículo.

## 2.2. Opciones

Las opciones financieras, como hemos mencionado, guardan varias similitudes con las opciones previstas en el Código Civil peruano.

Así, en ambas figuras contractuales el optante (titular de la opción) tiene el derecho potestativo de celebrar o no en el futuro un contrato definitivo, colocándose el concedente de la opción en un correlativo estado de sujeción. En el caso concreto de las opciones financieras, el optante tendrá la facultad de comprar o vender un activo financiero, previamente definido, en una fecha futura y a un precio pactado en el contrato.

De igual manera, en ambos casos el perfeccionamiento del contrato definitivo se realiza de manera automática luego de que el optante haya comunicado al concedente que desea ejercer la opción. En ese orden de ideas, como bien explica Manuel de la Puente y Lavalle, el concedente de la opción “no tiene nada que hacer para la celebración del contrato definitivo, porque la oferta ya salió de sus manos con carácter irrevocable y está a la espera de ser aceptada por el optante; cuando éste acepta, el contrato definitivo se celebra automáticamente”<sup>26</sup>. Para ello es fundamental, pues, que todos los elementos y condiciones del contrato definitivo estén determinados de manera clara y precisa en el contrato de opción.

Una diferencia entre ambas figuras está en que el contrato de opción financiera es necesariamente de prestaciones recíprocas, ya que a la prestación a cargo del concedente de otorgar el derecho unilateral de opción le corresponde una contraprestación, denominada “prima”, a cargo del optante para mantener vigente tal derecho<sup>27</sup>.

<sup>24</sup> BORDA, Guillermo A. “Tratado de Derecho Civil - Contratos”. Buenos Aires: Abeledo-Perrot. 1990. p. 12.

<sup>25</sup> Al respecto, véase: ALTERINI, Atilio. “Derecho de obligaciones civiles y comerciales”. Buenos Aires: Abeledo Perrot. 1996. p. 446; y JÁUREGUI, María de los Ángeles. “Tratado sobre instrumentos financieros derivados”. Buenos Aires: Fondo Editorial de Derecho y Economía. p. 420.

<sup>26</sup> DE LA PUENTE y LAVALLE, Manuel. “Estudios sobre el contrato privado”. Tomo I. Lima: Cultural Cuzco. 1983. p. 445.

<sup>27</sup> DE LA PUENTE y LAVALLE, Manuel. “El contrato en general. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil”. Tomo II. Lima: Palestra. 2003. p. 249.

El contrato de opción civil, en cambio, puede ser tanto gratuito como oneroso.

Asimismo, mientras la opción financiera puede ejercerse sea en la fecha de vencimiento (opción de tipo europeo) o con anterioridad a la misma (opción americana), la opción civil puede realizarse en cualquier momento durante el plazo de vigencia de la misma, el cual puede ser determinado o determinable.

Si el optante decide finalmente ejercer la opción financiera, la prestación a cargo del concedente podrá consistir ya sea en la entrega física del elemento subyacente (por ejemplo, divisas, acciones, materias primas) o en el pago de una suma de dinero, que representa la diferencia entre el valor de mercado del elemento subyacente del día del ejercicio y el valor que se asignó a dicho activo al momento de suscribirse el contrato de opción (“liquidación por diferenciales”).

Finalmente, cabe observar que si la opción recae sobre acciones pertenecientes a sociedades reguladas por la Ley General de Sociedades peruana, aquella será válida cualquiera sea su plazo<sup>28</sup>.

### 2.3. Swaps

Para cierto sector de la doctrina –principalmente española– los contratos de *swap* no son más que permutas de carácter financiero. Sin embargo, aun cuando reconocemos cierta proximidad entre ambas figuras, creemos que, en realidad, esta clase de derivados presenta una serie de particularidades que la distinguen claramente del contrato de permuta regulado en el Código Civil.

En efecto, a través de la celebración de contratos de *swaps*, las partes no buscan transferirse recíprocamente la propiedad de bienes muebles o inmuebles, como indica nuestro Código Civil, sino que se comprometen a intercambiarse periódicamente pagos o flujos de caja, de acuerdo a una fórmula previamente establecida por las partes.

En tal virtud, coincidimos en que “resulta esencial al contrato de permuta el intercambio de cosas y en el contrato de pago de swap se intercambian valores, es decir, obligaciones de pago dinerarias, lo que desnaturaliza la permuta. La realidad es que se trata de un contrato mercantil nuevo y atípico, inspirado en principios más abiertos que el nuestro y cuyo contrato viene a satisfacer necesidades concretas de los agentes económicos en un mercado financiero de ámbito internacional y en constante evolución”<sup>29</sup>.

Por otro lado, existen autores que consideran que los *swaps* no son más que *forwards* repetidos en el tiempo, razón por la cual le resultarían aplicables las mismas consideraciones jurídicas que hemos expuesto anteriormente en este artículo referidas a este tipo de instrumentos financieros<sup>30</sup>.

## IV. TRATAMIENTO DE LOS DERIVADOS EN LA LEGISLACIÓN PERUANA

Sin perjuicio de lo señalado anteriormente en este artículo sobre la regulación civil de los derivados, debemos decir que la regulación específica de estos en nuestro país se remonta a lo que fue establecido, en su oportunidad, por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, aprobada mediante Decreto Legislativo 770, del 30 de octubre de 1993.

A partir de ese momento, se ha comenzado a difundir e incrementar su utilización y, dentro de ello, a desarrollar el régimen legal y regulatorio que ha venido normando y regula actualmente a los derivados.

Respecto de este punto, debemos efectuar dos precisiones. La primera de ellas se refiere al hecho de que al igual que muchas otras instituciones vinculadas a la contratación moderna<sup>31</sup>, los derivados fueron creados y empezaron a ser utilizados por distintos agentes de mercado que los estructuraron en sus inicios (en sus formas más básicas y sencillas) y partir de su implementación recién el Derecho empezó el proceso de regular en forma paulatina y gradual a esta nueva

<sup>28</sup> En línea con lo establecido en el artículo 41 de la Ley General de Sociedades y el artículo 1423 del Código Civil peruano.

<sup>29</sup> DAGA, Gabriel Alejandro. Op. cit. p. 210.

<sup>30</sup> MANINI CHUNG, Jorge. “Instrumentos Financieros Derivados (Forwards, Futuros, Opciones y Swaps)”. En: Revista del Instituto Peruano de Derecho Tributario. Número 33. Lima. p. 23.

<sup>31</sup> Como ha sido el caso, en su momento, por ejemplo, del desarrollo del arrendamiento financiero (*leasing*), o de los contratos de fideicomiso u otros contratos modernos que se han venido desarrollando con el tiempo.

institución<sup>32</sup>. La segunda precisión, directamente vinculada con la primera, se refiere al hecho de que la inexistencia de un adecuado régimen normativo y regulatorio impide, la mayor parte de las veces, que nuevas formas de contratación se desarrollen en forma más rápida y segura para los agentes de mercado. Así, por ejemplo, la inexistencia o una regulación incompleta de este tipo de formas de contratación moderna, desde una perspectiva regulatoria o tributaria, constituyen serios limitantes para el desarrollo de esta modalidad de contratación.

Evidentemente, un agente de mercado medianamente diligente difícilmente podrá intervenir y celebrar estas nuevas modalidades contractuales, por más útiles o beneficiosas que las mismas puedan serle, si es que se generan algunas contingencias regulatorias (como lo sería en el caso de una empresa del sistema financiero)<sup>33</sup> o de carácter tributario (para cualquier agente que las celebra, incluyendo a las empresas del sistema financiero, que usualmente son una de las partes en estas modalidades de contratación), ya que, por los montos que usualmente se negocian y celebran este tipo de operaciones, las sanciones o multas por incurrir en alguna infracción regulatoria o tributaria, podrían ser sumamente relevantes para el agente que hubiese decidido celebrarlos.

Sin embargo, consideramos que en la actualidad, afortunadamente, se han logrado avances importantes en la regulación de los derivados en el Perú, gracias a la participación y decidida intervención de distintas entidades del Estado, tales como la Superintendencia de Banca, Seguros

y Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante, "la Superintendencia"), el Ministerio de Economía y Finanzas, la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria y algunas organizaciones gremiales.

Así, a continuación vamos a detallar en una forma muy general el marco legal y regulatorio que resulta aplicable actualmente a los derivados en nuestro país:

#### 4.1. Los derivados en el sistema financiero peruano

Las empresas bancarias<sup>34</sup>, en principio, se encuentran autorizadas para celebrar y desarrollar operaciones vinculadas a los derivados<sup>35</sup>, para lo cual no sólo es suficiente que cuenten con una autorización de funcionamiento tales como las expedidas por la Superintendencia, sino que requieren para ello de una autorización complementaria que deberá ser expedida por esta misma entidad gubernamental.

Ello se encuentra establecido en forma expresa en la parte final del artículo 283 y la Décima Disposición Final y Complementaria de la Ley General del Sistema Financiero que ha sido aprobada mediante la Ley 26702 (en adelante, "Ley General del Sistema Financiero"), así como en el artículo 19 de la Resolución SBS 509-98, mediante la cual la Superintendencia ha aprobado el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado<sup>36</sup>.

Asimismo, debemos señalar que las empresas bancarias, según la posición que ha sido adop-

<sup>32</sup> Tal como lo señala el tratadista Juan Farina, "la inventiva del hombre de empresa es constante y recurre a formulaciones que requieren de un paciente análisis en el hombre de Derecho para la determinación de su naturaleza jurídica, porque el empresario, dentro de su concepto intuitivo de lo lícito, afronta sus contrataciones conforme a sus necesidades y conveniencias prácticas, sin preocuparse mayormente de si encuadra en alguna de las figuras clásicas o no" (FARINA, Juan. "Los Contratos Innominados y el Derecho Comercial". En: RDCO. Año 11. Número 61. Febrero de 1978. pp. 1-26).

<sup>33</sup> Dentro de este supuesto se tiene, por ejemplo, la inclusión de un límite global regulado en el numeral 3 del artículo 200 de la Ley General del Sistema Financiero, en la cual se establece que las empresas del sistema financiero no pueden celebrar, en forma conjunta o global, operaciones por cuenta propia de "commodities" y de productos financieros derivados (numeral 42 del artículo 221 de la Ley General del Sistema Financiero), cuando las mismas excedan de 10% del patrimonio efectivo de la empresa respectiva. Sin entrar en mayor detalle al respecto y efectuando, creemos, una interpretación parcial e incompleta de la Ley General del Sistema Financiero, debemos señalar que se podría considerar que este límite global podría ser excedido largamente a través de la celebración de, tan sólo, un par de operaciones de derivados (ya que usualmente las mismas se celebran por montos considerables) y que la infracción de límites operativos en general contenidos en la Ley General del Sistema Financiero determina la posibilidad de que se impongan multas por sumas que podrían resultar considerables a las empresas y funcionarios responsables (artículos 219 y 361 de la Ley General del Sistema Financiero y los numerales 2 y 4 del apartado II del Anexo 2 del Reglamento de Sanciones en el Sistema Financiero, aprobado mediante Resolución SBS 816-2005).

<sup>34</sup> Nótese que sólo las "empresas bancarias" y por excepción, en forma limitada y para determinadas modalidades, las demás empresas del sistema financiero nacional (como es el caso de las empresas financieras, las cajas municipales de ahorro y crédito, las cajas municipales de crédito popular, las EDPYMES o las cajas rurales de ahorro y crédito) se encuentran autorizadas, de acuerdo al régimen legal que les resulta aplicables, a contratar derivados.

<sup>35</sup> De acuerdo a lo establecido en los numerales 16 y 42 del artículo 221 de la Ley General del Sistema Financiero.

<sup>36</sup> Conforme al Reglamento de Sanciones aprobado por la Superintendencia, el tomar o brindar cobertura de "commodities", futuros y productos financieros derivados, o realizar operaciones por cuenta propia de "commodities" y de productos financieros derivados, sin la autorización previa de la Superintendencia a que se refiere el artículo 290 de la Ley General del Sistema Financiero, constituye una "infracción muy grave" (numeral 29 del apartado III del Anexo 2 de la Resolución SBS 816-2005).

tada por la Superintendencia, se encuentran autorizadas a celebrar *forwards* de moneda extranjera sin necesidad de contar con una autorización complementaria, en caso dichas empresas hubiesen “venido realizando operaciones con instrumentos financieros derivados del tipo *forwards* de moneda extranjera antes de la vigencia de la nueva Ley 26702”<sup>37</sup>. No debemos dejar de mencionar que los *forwards* de moneda extranjera constituyen la estructura más sencilla y usual dentro de los derivados.

Por su parte, en el caso de las contrapartes que celebran este tipo de contratos con empresas bancarias que forman parte del sistema financiero peruano, consideramos que no requieren contar con ninguna autorización regulatoria o legal específica, salvo que dicha contraparte tenga la calidad de empresa del sistema financiero. Sólo se requerirá que sus representantes cuenten con las facultades y autorizaciones de naturaleza corporativa que sean suficientes para celebrar este tipo de contratos, así como que puedan prestar las garantías o constituir los márgenes adecuados que permitan cubrir el riesgo crediticio en que incurran las empresas que son sus contrapartes.

Dentro de ello, las principales disposiciones dictadas y que resultan aplicables a las empresas del sistema financiero para negociar y celebrar derivados, así como para administrar, medir y controlar los riesgos asociados a estas operaciones, son las siguientes:

- a) Numerales 16 y 42 del artículo 221, los artículos 283, 186 y 214; el penúltimo párrafo del artículo 290, y el primer párrafo de la Décima Disposición Final y Complementaria de la Ley General del Sistema Financiero.
- b) Resolución SBS 509-98 de fecha 22 de mayo de 1998, mediante la cual se ha aprobado el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado.
- c) Anexos 7, 8, 9 y 23, y los Reportes 2 y 13 del Manual de Contabilidad para las Empresas del Sistema Financiero, aprobado mediante Resolución SBS 895-98, de fecha 1 de septiembre de 1998 (en adelante, “Manual de Contabilidad”).
- d) Circular B-2028-99, de fecha 21 de enero de 1999, mediante la cual se han establecido los mecanismos de medición y control de los derivados por cuenta propia celebrados por las empresas del Sistema Financiero, y la presentación del Anexo 8 del Manual de Contabilidad.
- e) Circular B-2063-99, de fecha 15 de noviembre de 1999, mediante la cual la Superintendencia ha regulado el mecanismo de asignación de los requerimientos patrimoniales mínimos por riesgo aplicables a las posiciones en valores representativas de capital, así como la presentación del Anexo 23 del Manual de Contabilidad.
- f) Circular B-2069-2000, de fecha 7 de abril de 2000, mediante la cual se han dictado normas para un adecuado cumplimiento de los requerimientos patrimoniales mínimos por parte de las empresas del sistema financiero por riesgos crediticio y de mercado (Reporte 2 del Manual de Contabilidad).
- g) Circular B-2087-2001, de fecha 28 de febrero de 2001, y Circular F-464-2003, de fecha 31 de octubre de 2003, mediante las cuales la Superintendencia ha establecido distintas disposiciones para la administración del riesgo de tasa de interés por parte de las empresas bancarias, financieras y otras empresas del sistema financiero, así como sobre la presentación del Anexo 7 del Manual de Contabilidad sobre “Medición del Riesgo de Tasa de Interés”.
- h) Circular 2122-2003, de fecha 18 de agosto de 2003, que regula la administración y cálculo de la exposición a riesgo crediticio de las operaciones con derivados por cuenta propia que celebren las empresas del sistema financiero, para efectos de los límites operativos regulados por la Ley General del Sistema Financiero.
- i) Resolución SBS 981-2005, de fecha 27 de junio de 2005, en mérito a la cual se ha autorizado a las empresas bancarias, así como a otras empresas que forman parte del sistema financiero (Módulo 3), para que realicen

<sup>37</sup> Ello ha sido establecido en el Oficio 8283-2000 de fecha 28 de agosto del año 2000, mediante el cual la Superintendencia absolvió una consulta escrita que Miranda & Amado Abogados le formuló respecto al régimen de aplicación transitoria de la Ley General del Sistema Financiero en materia de *forwards* de moneda extranjera.

operaciones de compra o venta a futuro de instrumentos de deuda en mecanismos no centralizados de negociación (*forwards* de papeles), sujetando estas operaciones al cumplimiento de una serie de requisitos.

- j) Resolución SBS 1122-2006, de fecha 29 de agosto de 2006, mediante la cual la Superintendencia ha establecido, además de otras disposiciones, la posibilidad de realizar operaciones de toma de coberturas mediante futuros u otros productos financieros derivados<sup>38</sup>.

Finalmente, debemos indicar que, en vista de la utilidad y necesidad de que las empresas del sistema financiero peruano en general (y no sólo las “empresas bancarias”) contraten determinados derivados para cubrir los riesgos que asumen en sus operaciones y negocios, así como para poder ofrecer los mismos a sus clientes en alguna medida, la Superintendencia ha venido ampliando la regulación y la posibilidad de que otras empresas del sistema financiero distintas a las “empresas bancarias” puedan contratar derivados en distintas modalidades, sin perjuicio de lo cual también se han establecido obligaciones regulatorias y mecanismos para la administración, medición, control y reporte de los mismos por parte de dichas empresas.

#### 4.2. El tratamiento contable de los derivados

La Superintendencia ha aprobado recientemente la Resolución SBS 1737-2006, de fecha 30 de diciembre de 2006, Reglamento para la Negociación y Contabilización de Productos Financieros Derivados por parte de las empresas del Sistema Financiero<sup>39</sup>.

En este caso, la Superintendencia, dentro del marco del Manual de Contabilidad para empresas del Sistema Financiero vigente, ha adoptado y seguido las disposiciones en materia contable contenidas en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39 sobre reconocimiento y medición de derivados, con lo cual se ha adoptado la posición de incorporar una parte importante de la normatividad y el tratamiento contable de carácter internacional en nuestra regulación local.

Este tipo de decisiones normativas, las cuales, sin embargo, deben reconocer las particularidades y circunstancias específicas aplicables a las empresas del sistema financiero peruano, resultan prácticas y convenientes, teniendo en cuenta que los derivados constituyen instrumentos financieros que se negocian y celebran en forma internacional, y resultando positivo que nuestro régimen regulatorio y contable incorpore y reconozca, en una parte importante, las disposiciones vigentes a nivel internacional sobre la materia.

#### 4.3. El tratamiento tributario de los derivados<sup>40</sup>

Asimismo, el Poder Ejecutivo, mediante el Decreto Legislativo 970, aprobó en el mes de diciembre de 2006 una serie de modificaciones y precisiones a la Ley del Impuesto a la Renta (en adelante, “LIR”), con la finalidad de reconocer y regular en forma integral el tratamiento y los efectos tributarios de los derivados.

Dentro de ello, además de otras, aquel Decreto Legislativo ha establecido lo siguiente:

- a) Ha definido lo que debe entenderse como derivados para efectos tributarios, lo cual no difiere de lo que hemos señalado anteriormente, así como reconocido la existencia, requisitos y tratamiento de derivados celebrados con fines de cobertura y de derivados no considerados con fines de cobertura (especulativos). Asimismo, se ha regulado en forma específica los derivados que son celebrados por las empresas del sistema financiero peruano (artículo 5-A de la LIR).
- b) Ha establecido el tratamiento tributario contenido en la LIR respecto a los márgenes y retornos que son exigidos en las cámaras de compensación y liquidación de instrumentos financieros derivados (mecanismos centralizados de negociación) (artículo 25-A de la LIR).
- c) Ha incluido disposiciones para la determinación del “valor de mercado” en el caso de las operaciones con derivados (numeral 5 del artículo 32 de la LIR).

<sup>38</sup> De acuerdo a lo establecido en la Cuarta Disposición Final de la Resolución SBS 1122-2006.

<sup>39</sup> Esta Resolución SBS ha entrado en vigencia el 1 de enero de 2007, habiéndose concedido un plazo de adecuación a las empresas del sistema financiero que pueden operar con derivados hasta el 31 de marzo de 2007 (artículo segundo).

<sup>40</sup> Agradecemos a la doctora Mariella de la Torre Salas por sus valiosos comentarios y aportes a la presente sección.

- d) Ha regulado el régimen de compensación, para efectos tributarios, de las pérdidas que sufran las personas como consecuencia de la celebración de derivados de carácter especulativo (con fines distintos a los de cobertura) (artículo 50 de la LIR).
- e) Ha aprobado un importante “Glosario de Términos vinculados a los Instrumentos Financieros Derivados”, que contiene una serie de definiciones que permiten y facilitarán, en nuestro concepto, el análisis e interpretación de estas disposiciones tributarias (Quincuagésimo Segunda Disposición Transitoria y Final de la LIR).

Por ejemplo, uno de los aspectos tributarios que ha sido más analizado y discutido en los últimos años a nivel doctrinario y por diversos especialistas en la materia, el cual, además, generó una seria limitación en cuanto a la celebración de derivados con empresas no domiciliadas en el Perú, se encontraba referido a la posibilidad de que las personas domiciliadas pudiesen *netear* (compensar) las pérdidas que podían sufrir en un ejercicio económico determinado respecto de las ganancias y beneficios percibidos en otras operaciones con derivados celebradas dentro del mismo ejercicio económico (una suerte de balance general de sus operaciones).

El problema se presentó fundamentalmente en dos frentes. En primer lugar, la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (en adelante, “SUNAT”) advirtió inicialmente que las transacciones de derivados con fines de cobertura no estaban intrínsecamente ligadas con las operaciones locales que eran materia de cobertura y que, por tal razón, las eventuales ganancias o pérdidas obtenidas a través del uso de derivados debían contemplarse para la determinación de la renta de fuente peruana de los sujetos domiciliados.

No obstante, la SUNAT sostuvo luego que los resultados obtenidos como consecuencia de la celebración de derivados con fines de cobertura debían calificar como de fuente extranjera. Por ende, si se determinaba una pérdida neta de fuente extranjera al cierre del ejercicio (producto de la compensación de ganancias y pérdidas de fuente extranjera), la misma no podía ser compensada con la renta neta de fuente peruana, generando un perjuicio al contribuyente domiciliado por la privación de la correspondiente pérdida tributaria.

En segundo lugar, la SUNAT fijó nuevos criterios y señaló que los derivados con fines de cobertura sí se encontraban ligados a las operaciones locales cubiertas, pero estableció que si el sujeto domiciliado obtenía una pérdida en el derivado, ello implicaba que su contraparte no domiciliada habría generado, correlativamente, una renta de fuente peruana sujeta a retención por el sujeto domiciliado, generándose una importante contingencia para este último. Ello, en vista de que los pagos en las operaciones de derivados son netos y cualquier impuesto tendría que haber sido asumido por la empresa domiciliada, sin perjuicio de las multas por no haber efectuado las retenciones correspondientes de acuerdo a ley.

El texto vigente de la LIR ha superado los problemas mencionados anteriormente al señalar que el resultado obtenido en la celebración de operaciones de derivados será considerado renta de fuente peruana si el mismo es obtenido por un sujeto domiciliado. En esa misma línea, la LIR define a los derivados con fines de cobertura como aquellos que tienen como subyacente un activo, bien, obligación o pasivo afectado a la generación de renta de fuente peruana y cumplen otros requisitos detallados en dicha norma. Si, en cambio, estamos frente a un derivado especulativo, las pérdidas que éstos generen sólo podrán ser compensadas con resultados obtenidos por derivados de la misma naturaleza, no pudiendo compensarse, por ende, con otras rentas, salvo el caso de los derivados contratados con fines de intermediación financiera por parte de las empresas del sistema financiero.

Creemos que, en términos generales, resulta importante que se haya aprobado este marco normativo específico en materia tributaria, el cual debería generar condiciones de certeza y predictibilidad en los agentes de mercado para poder operar con derivados, sin perjuicio de la existencia de algunas disposiciones dictadas que podrían ser precisadas o en las cuales se podrían regular algunos vacíos que no han sido cubiertos por las normas que han sido dictadas recientemente.

#### 4.4. El tratamiento de los derivados en las AFP

En términos generales, la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, cuyo Texto Único Ordenado ha sido aprobado mediante Decreto Supremo 054-97-EF (en adelante, el “TUO”), faculta a las AFP a invertir los recursos que administran en derivados destinados a

cobertura, los cuales se definen como aquellos productos destinados a cubrir posibles riesgos inherentes en operaciones financieras<sup>41</sup>.

Dentro de ello, el TUO ha fijado límites globales aplicables a las inversiones en dichos instrumentos de cobertura, dependiendo del tipo de fondo de que se trate, los cuales en ningún caso podrán superar el 20% del valor total del patrimonio del fondo de pensiones. Desde nuestro punto de vista, dicha norma, al establecer límites globales tan rigurosos –aunque parezca contradictorio– podría perjudicar los intereses de los propios pensionistas (beneficiarios exclusivos y excluyentes de la regulación), pues se les estaría limitando el uso de una herramienta fundamental para identificar y desplazar elementos de riesgo, como son los derivados. No debe perderse de vista que estos instrumentos, como hemos destacado repetidamente en este artículo, actúan en la práctica como un “seguro” para los agentes económicos frente a la volatilidad de los precios y demás riesgos de mercado.

Por su lado, la Resolución SBS 052-98-EF/SAFP que aprobó el Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, referido a inversiones, permite que las AFP inviertan los recursos de las carteras administradas en operaciones de compra o venta de *forwards* de monedas con el único fin de obtener la cobertura del riesgo cambiario, así como en instrumentos estructurados cuyo rendimiento se encuentre determinado por, entre otros, la variación del precio de los derivados. Asimismo, el Reglamento del TUO<sup>42</sup> establece que las AFP pueden constituir márgenes de garantía (*margin calls*) sobre los valores mobiliarios adquiridos por los fondos de pensiones en el contexto de inversiones en derivados o en operaciones de cobertura de riesgos financieros.

Finalmente, el Reglamento para la Inversión de los Recursos de los Fondos de Pensiones en el Exterior, aprobado mediante Resolución SBS 8-2007, ha desarrollado un sofisticado y flexible marco legal en materia de contratación de derivados, que recoge las últimas tendencias de los mercados financieros internacionales. En esa línea, dicha norma permite a las AFP invertir

directamente en una amplia gama de instrumentos, tales como *forwards*, futuros, *swaps* de monedas y de tasas de interés, índices, *commodities* y otros activos subyacentes que sean debidamente autorizados por la Superintendencia.

#### 4.5. El tratamiento de los derivados en los fondos mutuos y los fondos de inversión

A diferencia de lo que sucede en la regulación sobre inversiones de las AFP en el exterior, los fondos mutuos y los fondos de inversión cuentan con serias limitaciones para invertir en derivados.

Así pues, el Reglamento de Fondos Mutuos<sup>43</sup> establece que estos y, por remisión, los fondos de inversión, sólo están facultados para contratar *forwards* de monedas y *swaps* de tasas de interés con fines de cobertura.

Es indiscutible que la regulación sobre fondos mutuos y fondos de inversión en materia de inversión en derivados es claramente insuficiente, motivo por el cual pensamos que resulta indispensable ampliar el abanico de posibilidades de inversión con otros activos subyacentes, similares en sustancia a los contemplados en la normativa sobre inversiones que resulten aplicables a las AFP.

## V. CONCLUSIONES

A partir de lo establecido en el presente artículo, podemos llegar a las siguientes conclusiones:

1. A pesar de la novedad y complejidad que se le atribuye a los derivados, así como la existencia y necesidad de un régimen normativo y regulatorio específico, debe tenerse en cuenta que su regulación legal se sustenta, en esencia, en lo establecido en diversas disposiciones que tienen larga data en nuestro ordenamiento civil.
2. Los derivados constituyen herramientas y mecanismos sumamente útiles para el desarrollo de diversas actividades económicas y sectores en los que la existencia de riesgos de mercado podría generar consecuencias perjudiciales para la operación y, eventualmente, en ciertos casos extremos,

<sup>41</sup> Artículo 25-A del TUO.

<sup>42</sup> Aprobado por Decreto Supremo 004-98-EF.

<sup>43</sup> Aprobado por Resolución CONASEV 026-2000-EF/94.10.

para la viabilidad de determinados agentes económicos.

Es claro que estos riesgos podrían ser mitigados o eliminados, según sea el caso y con un costo razonable, a través de un adecuado régimen de contratación de derivados.

3. Los derivados han sufrido un proceso de regulación en nuestro país que se ha desarrollado desde hace aproximadamente quince años y que ha determinado la expedición reciente, como hemos señalado, de diversas disposiciones legales y regulatorias que ha aclarado en forma importante su manera de utilización y tratamiento.

Consideramos que ello recién permitirá que esta forma de contratación moderna empiece a desarrollarse y difundirse de manera importante en nuestro país, sin perjuicio del hecho de que también existen algunas

disposiciones y regulaciones que requieren ser precisadas y/o aclaradas a fin de generar seguridad en los agentes económicos, así como niveles de predicción que sean razonables, lo cual evitará que se generen contingencias, ya sean regulatorias o tributarias, al momento de celebrar los mismos.

4. Los derivados son mecanismos contractuales que, tanto por su novedad como por su importante componente económico y financiero, resultan figuras complejas y poco difundidas por el momento. A la vez, pueden ser mecanismos tremendamente útiles y beneficiosos para los agentes financieros y algunos inversionistas. Creemos que lo que corresponde ahora es que los distintos profesionales que asesoran a los agentes económicos (no sólo los abogados) empecemos a entender su funcionamiento, regulación, utilidad práctica, así como los potenciales beneficios y, también, todos los riesgos asociados a los mismos, para ponerlos a disposición de nuestros clientes.

Rafael Corzo de la Colina  
Mauricio Balbi Bustamante