

EL CONTRATO DE FUTUROS

Por : ULISES MONTOYA ALBERTI (*)

I.- INTRODUCCION.

Entre los riesgos que origina la transferencia de productos en una fecha futura, se encuentra las fluctuaciones de los precios debido a causas no previsibles, tales como: fenómenos naturales, especulación, paralización de actividades, conmoción civil, etc, estas fluctuaciones, puede determinar una ganancia para el vendedor si el precio pactado es menor al del mercado al momento de la entrega y en consecuencia una pérdida para el comprador, o viceversa una pérdida para el vendedor si el precio del mercado al momento de la entrega es mayor al pactado y por lo tanto una ganancia para el comprador.

A fin de cubrir los riesgos por la variación de los precios surgen los mercados de futuros, el que comprende en un primer momento a los productos agrícolas y ganaderos, a los metales (oro, plata, cobre), a los productos energéticos (petróleo, gas) etc., a los que se les conoce con el nombre de "*commodities*". Posteriormente, a partir de la década de los años setenta del siglo pasado esta cobertura de riesgo se va aplicar también a los instrumentos financieros, a fin de reducir el riesgo de cualquier operación efectuada con los denominados «productos financieros», debido a las fluctuaciones que se presentan en el tipo de cambio de las diferentes divisas, la tasa de interés, el

plazo de pago de los préstamos, etc., debido a situaciones económicas, especulación, y por los llamadas "temporales financieros"

En un principio estas transacciones se realizan en los denominados mercados *forward* o a plazo, caracterizándose por la negociando directa de las partes. Sin embargo, al originarse controversias debido a las diferentes interpretaciones que las partes daban a los términos del contrato, así como el incumplimiento del mismo, dieron lugar a serios problemas entre las partes, y a la aplicación de sanciones económicas por el desistimiento de concluir con el contrato, lo que trajo como consecuencia el encarecimiento de las garantías y los costes generales de la transacción.

Los inconvenientes surgidos en los mercados *forward*, originaron el nacimiento de los denominados mercados de *futuros*, siendo estos mercados organizados que se caracterizan por la seguridad y la liquidez del mercado.

En los contratos que se celebran en este mercado, intervienen el vendedor (oferente) que se compromete a entregar el bien transado, de quien se dice que ha tomado una posición corta (*short position*), en cambio el comprador, que ha comprado a futuro

(*) Prof. del Curso Derecho Comercial. Decano Facultad de Derecho y Ciencia Política UNMSM.



se dice que ha tomado una posición larga (long position).¹ A la firma del contrato el comprador o vendedor realiza un depósito, aproximadamente del 3% al 8% del valor del contrato, el cual constituye el margen de garantía. El contrato una vez celebrado se «despersonaliza» de tal forma, que es la Cámara de Compensación quien funge de comprador para el vendedor y de vendedor para el comprador², de esta manera se señala³ que tanto quienes asumen posiciones *long* y *short* no establecen obligaciones financieras entre sí, sino más bien contra obligaciones con la Cámara de Compensación⁴.

En los contratos a futuro es posible que el compromiso de comprar o vender pueda concluirse antes de la fecha de la ejecución realizándose una operación inversa

en la Bolsa. En este caso, la diferencia entre el precio al que fue abierto el contrato y el precio al que se realizó la operación inversa representa la utilidad o pérdida de la participación en futuros.

En cuanto a la formación del precio de los productos que se transan dependen de las expectativas generadas para los próximos meses que se estiman se presente en relación con dichos productos.

La diferencia entre el precio futuro y el precio "spot" que es el vigente en el mercado al momento de la operación representa el riesgo por las fluctuaciones futuras del precio del producto.⁵

Por otra parte en la mayoría de los casos, los futuros se liqui-

¹ La posición corta (short position) corresponde al vendedor y se encuentra motivada por la expectativa que el precio futuro baje de los niveles en que se encuentra el día en que se cierra el contrato, esperando de esta manera obtener una ganancia, y; la posición larga (long position), corresponde al comprador y es la postura de negociación que toma cuando se tiene la expectativa que el precio de la mercancía suba en el futuro, de modo tal que se comprará hoy lo que en el futuro costará más.

² Díaz Tinoco, Jaime. "Futuro y Opciones Financieras". Una Introducción". Editorial Limusa Grupo Noriega Baldera. México D.F. 1966. Pág. 17.

³ Conasev. "Estudio de la Bolsa de Productos en el Perú". Lima, 1993. Pág. 46.

⁴ La Cámara de Compensación, tiene como función principal otorgar la seguridad y liquidez necesarias para el buen fin de las transacciones, garantiza el cumplimiento de los compromisos asumidos por ambas partes en el Contrato de futuros, entre las funciones que desarrolla se encuentran las de registro, liquidación, compensación, y garantía el buen fin de la operación. Para garantizar los contratos realizados a través de ella los socios o miembros liquidadores aportan un depósito de garantía con liquidación diaria, además de, un margen o depósito inicial por cada operación de compraventa realizada.

⁵ En el mercado Spot o disponible los contratos pueden ser:

- a) Operaciones de disponible o entrega inmediata, y;
- b) Operaciones disponibles para entrega a plazo.

Cuando se trata de operaciones de entrega inmediata los productos están almacenados y disponibles. En cuanto al precio spot o de físicos este constituye la base para la formación de los precios futuros.

Tratándose de la entrega a plazo, tienen por finalidad asegurar al vendedor la entrega del producto en una fecha futura y al comprador la colocación de su producto, el mismo que estará disponible en un futuro. Estas operaciones se realizan generalmente entre productores, consumidores y almacenistas. El precio y la forma de pago quedan validados en el momento de cierre de la operación.

Según la Resolución de Conasev, Reglamento de Operaciones de Rueda de Operaciones de Rueda de Productos de la Bolsa de Productos de Lima, en su art. 29. inciso b., dispone que las partes se comprometen a entregar el producto en una fecha posterior al tercer día útil y hasta los (90) días calendarios, siguientes a la fecha en que se realizó la transacción.

Dentro de este Mercado, el mencionado Reglamento considera en su art. 29. c., a los contratos de entrega diferida, en este caso los productos no se encuentran en posesión del vendedor a la fecha de su negociación pero que estarán para su entrega en la fecha prevista en el Contrato. Asimismo, se considera de entrega diferida cuando el producto se encuentra como tal en posesión del vendedor pero fuera de territorio nacional. El precio y forma de pago quedan validados en el momento del cierre de la operación. En este tipo de contratos, dispone el art. 29. d., el producto debe de ser entregado dentro de los ciento ochenta (180) siguientes a la fecha en que se realizó la transacción.

La Reglamentación también considera la operación de reporte, que es un contrato mediante el cual, un vendedor respaldado por un Certificado de Depósito, vende el producto a un determinado precio prefijado. Dicho plazo no podrá ser mayor de 90 días calendarios. Ambas operaciones se instrumentan en un único documento.



dan mediante pagos en efectivo o con la cesión de otros títulos de créditos, pero no con la entrega de los activos subyacentes.

II.- Objetivo de los contratos de futuros

La doctrina coincide en señalar que entre los principales objetivos de los mercados de futuros - y del contrato de futuros en particular - se encuentra el de procurar la asignación más eficiente de recursos en la economía, constituyéndose en un instrumento de planificación y formación de precios al permitir a los agentes económicos cubrirse de los riesgos asociados a fluctuaciones no anticipadas en el precio de los productos, en las paridades cambiarias, tasas de interés, precios de acciones, y precios de los productos sujetos a contrato.

III.- Definición del contrato de futuro

Las operaciones en el mercado de futuro se instrumentan en los denominados Contratos de Futuros, los que se definen como: aquellos en que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender una determinada cantidad de activos (reales o financieros) en una fecha futura, a un precio establecido anticipadamente. En estos contratos al momento de cierre o de toma de alguna posición, se determina las condiciones de precio o entrega que deben ejecutarse al vencimiento.

Otros definen el contrato de futuros como un acuerdo mediante el cual las

partes que intervienen se «obligan» a comprar o vender un número determinado de activos, a un precio establecido a la firma del contrato, cuya entrega se realizará en una fecha futura especificada anticipadamente.⁶

Una definición descriptiva entiende el contrato de futuros como el acuerdo mediante el cual una persona, en su condición de vendedor, se obliga a entregar en una fecha futura determinada, una cierta cantidad de productos, instrumentos financieros, moneda extranjera u otro bien, a un precio establecido al celebrar el contrato, con la finalidad de asegurar el precio de sus mercaderías, a un comprador que se obliga a pagar el precio determinado en la fecha establecida y a recibir el producto, con las expectativas de ambas partes de obtener ganancias provenientes de las diferencias que se originen en los precios de las mercaderías.

El Decreto Supremo N° 105-1995⁷, modificado por el Decreto Supremo N° 152-97-EF, define al mercado de futuros, como aquel en el cual se negocian contratos estandarizados de compra-venta de productos previamente definidos en los cuales compradores y vendedores determinan al momento de celebrar el contrato, la cantidad, precio y vencimiento del contrato negociado. Cada una de las partes asume el compromiso de celebrar el correspondiente contrato con la Cámara de Compensación y de pagar o recibir de ésta las ganancias producidas por las diferencias de precios del producto negociado mientras el contrato esté vigente.

⁶ Bergés, A y Ontiveros, E. "Mercados de Futuros con Instrumentos Financieros. Ed. Pirámide. Madrid. 1984

⁷ Reglamenta la Ley N° 26361, que crea la Bolsa de Productos.



De un modo más preciso señala Barbier⁸ el contrato a término o de futuro es aquel en virtud del cual dos partes convienen en intercambiar una cantidad determinada de un activo subyacente⁹ (real o financiero) en una fecha futura y determinada.

Las operaciones a futuro implican que tanto el comprador como el vendedor asumen obligaciones de compra o venta, cuya liquidación (física y financiera) es diferida a una fecha futura determinada. Dicho en términos más simples, en los mercados a futuro se compra sin pagar y se vende sin entregar. Una característica fundamental de estos mercados es el ajuste diario del valor de los contratos, el cual se traduce en una ganancia o en una pérdida para las partes intervinientes.¹⁰

Las negociaciones de estos contratos se realizan, a través de los mercados organizados llamados Bolsa de Futuros. Aunque también se negocian en los mercados no organizados a los que se les conoce como "over the counter", cuyas siglas corresponden a OTC. (traducido como "operaciones de mostrador").¹¹ En los mercados organizados se negocian contratos estandarizados los que por naturaleza elimina o minimiza las diferentes interpretaciones que pueden

darse a su texto, en particular en lo que se refiere a la fecha de vencimiento, a la liquidez del contrato expresado en la contrapartida del mismo y al riesgo del crédito debido al funcionamiento de la cámara de compensación.

En los mercados no organizados OTC, las transacciones pueden llevarse a cabo entre dos participantes, mientras que en los mercados organizados interviene además el corredor o agente,¹² los contratos en este mercado presentan la ventaja de adaptarse a las características de cada usuario en detalle o «a la medida» de cada cliente, cada uno de los términos son acordado por las partes.

Entre los inconvenientes que las transacciones que en este mercado se encuentran la falta de estandarización en sus términos lo que puede dar lugar a complicados procesos legales de ocurrir desacuerdo en la interpretación del contrato al vencimiento. En segundo lugar, la falta de liquidez del contrato, ya que sus condiciones están adaptadas a las necesidades de los contratantes iniciales, le resta el atractivo necesario para una mayor convergencia de transacciones, lo que implica elevar los gastos administrativos y de investigación.¹³

⁸ Barbier, Eduardo Antonio. "Contratación Bancaria". T. II. Ed. Astrea. Buenos Aires. 2002. Pág. 434.

⁹ El activo subyacente consiste en activo básico que se encuentra detrás de un contrato de futuro (commodity) o financiero. El precio de un activo subyacente, y su variación puede estar influenciada por su valor de realización de cotización, o de determinación en el mercado que lo genera. La denominación de contratos derivados proviene a que los riesgos y fluctuaciones están sujetos a la evolución futura de una variable subyacente, la que no depende de la acción de las partes, sino de las circunstancias del mercado. Entre los derivados se encuentran las operaciones de cambio cuyo valor está sujeto a otro factor especialmente considerado por las partes.

¹⁰ Tola Nosiglia, José.- "El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú". Ed. Mass Comunicaciones. S. R. L. Lima, 1998. Pág. 123.

¹¹ Los mercados "Over the Counter" generalmente operan bajo las siguientes características: no cláusulas específicas de comercio; se trata de operaciones hechas a las medidas de acuerdo a las necesidades de los usuarios.

¹² En el mercado organizado, generalmente las partes no actúan directamente sino a través de corredores de productos, ya que es también característica de toda la negociación que se lleva a cabo.

¹³ Pastor, Jorge L. "Mercado de Futuros & Opciones en Instrumentos Financieros y Commodities". Editorial Supergráfica. 1977. Lima, Pág. 177.



IV.- Operaciones en el mercado de futuros

En cuanto a las operaciones que se realizan en este mercado las mismas están constituidos por: a) los activos reales, como los *commodity*¹⁴; y, b) los activos financieros como: divisas, índices bursátiles o valores de renta fija (bonos, letras, papeles comerciales, pagarés, etc.), y acciones, los que tienen una alta volatilidad en sus precios.

V.- Origen de los contratos de futuro

Dentro del desarrollo histórico de este tipo de contratos, como antecedente remoto se encuentran algunos convenios celebrados en el Emirato de Bahrein hace 2,000 años, o por Tales de Mileto, de quien se asegura adquirió el derecho sobre todos los molinos de su ciudad ante la esperanza de una buena cosecha. En todo caso el precedente más representativo es el constituido por las Letras FERIALES medievales que suponían transacciones a liquidarse en fecha futura.

En ese entonces las ferias constituían centros de contratación de mercaderías físicas o «spot», la compra que se realizaba, concluían con la entrega inmediata de la mercadería. Al aumentar el volumen de las transacciones, se hizo cada vez más difícil, las transacciones «spot». Por otro lado, los comerciantes incurrían en costos en el traslado de las mercaderías sin tener la seguridad que las mismas pudiesen ser vendidas, lo que dio lugar al origen del comercio por muestras, donde el vendedor entregaba una muestra de las mercaderías a los com-

pradores para que decidiesen su compra, entregándose con posterioridad a la celebración de la feria en el lugar acordado, a estas operaciones se les reconoce como el inicio de las operaciones a futuros.

Sin embargo, se considera que el verdadero origen de este contrato se encuentra a fines del siglo XVII en el Japón como resultado de la comercialización del arroz por los señores feudales, producto que sus súbditos le entregaban como tributo. En un afán de poder disponer del efectivo suficiente para ejecutar obras y financiar las guerras de conquista, los señores feudales comercializaban un recibo de venta de almacenaje de su producto, que no era otra cosa que el tributo recaudado (arroz) y almacenado en diversos centros como Osaka y Endo. Este tipo de documento o certificado, se asimiló a la moneda corriente, el sistema incluso tuvo óptimos resultados pues los comerciantes negociaban sus certificados ofreciéndolos como garantía.

En el año de 1869 el Emperador reconoció oficialmente los mercados de arroz, regulando su funcionamiento con disposiciones muy similares a las existentes en la actualidad, tales como:

- 1 Cada contrato debía tener una duración o plazo determinado;
- 2 Todos los contratos contaban con las mismas características;
3. Ningún contrato podía prorrogarse o posponerse para otro término;
4. Los contratos se perfeccionaban a través de una Bolsa; y,
5. Cada contratante debía establecer

¹⁴ Commodity. - Están constituidos por los productos agrícolas, ganaderos, metales, energéticos.



una línea de crédito con la Bolsa de su satisfacción.

Oficializado el uso de este tipo de mercado y regulado su funcionamiento, se extendió su aplicación a otros productos como aceites, combustibles, algodón y metales preciosos, aunque estos no alcanzaron el desarrollo que tuvo el de arroz.

Desde ese entonces evolucionó el mercado de futuros, desarrollándose principalmente en los Estados Unidos y en Inglaterra en las Bolsas de Productos. Así, en los Estados Unidos de América se creó en 1848, el "Chicago Board of Trade", (CBOT) la que es actualmente la mayor bolsa de futuros del mundo. Finalmente, en la década del setenta del siglo pasado, las bruscas alteraciones del sistema monetario internacional y la inestabilidad de las tasas de interés originaron un mayor desarrollo de las bolsas de futuros.

VI.- Principales bolsas de futuros.

Los Contratos de Futuros están vinculados al origen de la Bolsa de Productos, por ser este el lugar donde se efectuaban las negociaciones de dichos contratos.

En un principio las transacciones no tenían las características de hoy, ante el incremento de los precios el vendedor podía venderlo al mejor postor, y por otro lado el comprador ante esta circunstancia, o por falta de recursos podía negarse a comprar la mercadería. Las transacciones en la Bolsa de Productos surgen para garantizar el cumplimiento de los compromisos contraídos, es así en los tiempos modernos se funda en el año de 1848 The Chicago Board of Trade (CBOT) que normalizó el comercio de gra-

nos para entregas futuros.

Por otra parte en la Bolsa de Productos empieza a gestarse un elemento importante que definiría, posteriormente, a todas las demás operaciones de cobertura: la no exigibilidad de la entrega-retiro de los bienes contratados. Es decir, llegado el momento de la entrega-retiro de la mercadería, el operador se acostumbró a realizar la operación contraria. De esta forma, anulaba su posición con la bolsa, liquidándose tan sólo la diferencia entre el precio del día de apertura de la posición con aquella del día de cierre de la misma.

Se diferencia en consecuencia la operación vinculada sólo a la fijación del precio (en Bolsa), de la operación netamente comercial de entrega-retiro de mercadería (directamente con el cliente), utilizándose el valor en bolsa como instrumento para definir el precio en la transacción comercial.

Posteriormente a la CBOT surgen Bolsas donde se tratan ciertos productos específicos, es así que en el caso de los metales, se encuentra la Bolsa de Metales de Londres (London Metal Exchange - LME -) y la Bolsa de Nueva York, - New York Commodity - Exchange, - (COMEX), esta última empieza a funcionar en 1933, a raíz de la fusión de varias bolsa de metales de Nueva York que operaban con futuros. La LME opera únicamente con metales, entre los cuales destacan los siguientes: cobre, estaño, aluminio, níquel, plomo, zinc plata, siendo el mercado más antiguo e importante, su fundación data de 1876, además de las Bolsas mencionados se encuentra la Shenzhen Metal Exchange (SME) de China, fundada en 1992.

En cuanto al petróleo el contrato de



futuros de este producto involucra 7 contratos, repartidos básicamente en dos plazas: la New York Mercantile Exchange (NYMEX) y la International Petroleum Exchange (IPE) de Londres.

Respecto a los instrumentos financieros, que son los «productos» del mercado de capitales destacan, en el plano internacional, los contratos referidos a las tasas de interés y a los índices de valores. El primer grupo está compuesto básicamente por los contratos sobre bonos del tesoro norteamericano en la CBOT; sobre eurodólares en la Chicago Mercantile Exchange (CME); sobre bonos Japoneses a 10 años en la Tokio Stock Exchange (TSE); y sobre bonos del tesoro francés en la Marché á Terme des Instruments Financiers (MATIF). En cuanto a los índices de valores, el segundo grupo incluye fundamentalmente los índices Standard & Poor's (S&P) 100 y 500, negociados en la Chicago Board Options Exchange (CBOE) y en la CME, respectivamente.

Las principales bolsas que negocian contratos de futuros y de opciones sobre monedas son la CME y la Philadelphia Stock Exchange (PHLX). Los tipos de cambio relevantes se establecen con respecto al dólar norteamericano, aunque también existen intercambios directos entre algunas monedas.

Hay también una serie de bienes que se transan en las bolsas de futuros a los que se denomina productos exóticos, como por ejemplo, índices sobre fletes, índice meteorológico, índices inmobiliarios, índice de reaseguros, medio ambiente (que fue incorporado por la CBOT en junio de 1992, a través de un contrato de futuros sobre «aire puro» o Clean Air Futures), fertilizantes, etc.

En el Perú el uso de los mercados

de futuros no es nuevo. Durante la década de los setenta del siglo pasado Minero Perú Comercial (Minpeco) efectuó una serie de operaciones de cobertura por cuenta de empresas mineras nacionales.

VII.- Clasificación de los mercados de futuros

Según las operaciones que se realicen se puede distinguir los siguientes mercados de futuros:

1. De materias primas o *commodities* ;
2. De instrumentos financieros:
 - 2.1. De divisas (Tipo de cambio de Monedas);
 - 2.2 . De tasas de Interés. (pagarés, bonos, certificados de ahorros);
 - 2.3. De índices bursátiles; y
3. De productos denominados «exóticos», el cual refleja lo ilimitado del ámbito en el que puede desarrollarse un mercado de futuros.

En cuanto al mercado de futuro de los instrumentos financieros, a los que se les llama también «derivados» surgen como consecuencia de las operaciones de *commodities* que se realizaban en las distintas Bolsas de Productos del mundo. A estos instrumentos se les conoce como «derivados» en consideración a que sus precios, plazos y demás características dependen de la de otros activos (representados por el derivado), llamados estos a su vez subyacentes (acciones, tipos de interés, mercaderías).

En lo que se refiere a los contratos sobre tipo de cambio estos permiten comprar o vender una cantidad determinada de una moneda extranjera a un precio pactado para entrega en una fecha futura determinada. De esta manera, los Mercados a Futuro



de Divisas constituyen una alternativa concreta para minimizar el riesgo asociado a fluctuaciones de tipo de cambio. En consecuencia señala Pastor,¹⁵ las operaciones de comercio exterior efectuadas entre exportadores e importadores se observan más seguras debido a la utilización de los mercados de futuro que diseña estrategias adecuadas en la cobertura de sus operaciones, maximizando así, las utilidades y minimizando posibles pérdidas por exposición al riesgo de cambio.

El objeto de los contratos de futuros sobre tasa de interés recae sobre el interés de los títulos de crédito (papeles comerciales, pagarés, bonos, etc), de préstamos de dinero depósitos interbancarios, etc., utilizándose los contratos para compensar futuras variaciones en las tasas de interés, estando el valor de los contratos en función de las tasas de interés del mercado y en relación inversa al precio del activo, si la tasa del mercado sube, el precio del activo baja ya que el interés que devenga el mismo es menor que el del mercado en ese momento y viceversa, a su vez la empresa que tiene una posición larga comprará un contrato de futuros para protegerse contra un descenso en las tasas de interés que ocasionará la subida de precio del activo subyacente, la empresa que tiene una posición corta, venderá un contrato de futuros para protegerse contra un aumento en las tasas de interés, que ocasionará un descenso en el precio del activo subyacente.

En cuanto a los contratos de futuros sobre índices bursátiles se le define como un acuerdo entre las partes, cuya entrega o

recepción del valor del producto dependerá de un índice bursátil, compuesto por una canasta de acciones que identifican dicho índice: En estos contratos se negocia el valor monetario que en una fecha futura tendrá un determinado índice bursátil¹⁶

La Ley No.26702, del 19.12.96. «Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros», en su Título III, «Operaciones y Servicios», Capítulo I, Normas Comunes, art. 221, inc.16 faculta a las empresas Bancarias (previa autorización de la Superintendencia de Banca y Seguros. Art. 283) «Tomar o brindar cobertura de “commodities”, futuros y productos financieros derivados».

VIII.- Participantes

En los mercados de futuro podemos advertir tres tipos de participantes:¹⁷

1. Coberturista (Hedger). Son quienes buscan protegerse del desfase de los precios de los productos. Se presume que el precio de la mercadería puede cambiar antes de que haya comprado, o en su caso vendido la mercancía, busca la cobertura de un riesgo existente.

Los coberturistas (inversionistas pasivos), llamados también llamados “hedger” buscan cubrirse del riesgo de los movimientos adversos en el precio futuro de los activos reales o financieros que afectarían sus inversiones en el mercado de conta-

¹⁵ Pastor Paredes, Jorge. Op. Cit. Pág. 170

¹⁶ Pastor Paredes, Jorge. Op. cit. Pág. 165

¹⁷ Tola Nosiglia, José.- Ob.cit. Pág. 124.



do, para ello toman una posición en el Mercado de Futuros que les permita protegerse de dichas variaciones.

Las operaciones de cobertura se realizan teniendo en cuenta los precios en el mercado al contado (mercado spot) y considera una posición en el mercado de futuros que sea igual en magnitud, aunque opuesta en su sentido, a la posición en el mercado spot. Se trata de compensar la probable pérdida en un mercado con la probable ganancia en el otro.

A través de esta operación se trata de evitar pérdidas derivadas de la volatilidad de los precios que se están comerciando, consiguiéndose no el mejor precio, pero sí un precio con alguna rentabilidad que compense los gastos realizados en el proceso de producción.

Se menciona como ejemplos el caso del productor agropecuario que al tiempo de la siembra quiere asegurarse un precio de venta para la época de la cosecha, o del exportador que procura neutralizar las variaciones del tipo de cambio o del agente financiero que quiere garantizar un rendimiento mínimo a los fondos que administra, o, en su caso, para neutralizar los riesgos de la imposibilidad de cobrar la cartera de créditos que administra.¹⁸

2. Especuladores: Quienes asumen el riesgo de las fluctuaciones de los precios.

Los especuladores (inversionistas) son usuarios del mercado que están dispuestos a asumir riesgos, tomando alguna posición para beneficiarse de los movimientos

en los precios de los diferentes activos reales o financieros de acuerdo a sus expectativas. La efectiva realización de tal beneficio depende de su capacidad de anticipar correctamente las variaciones. Si un usuario prevé un aumento en el precio de un activo en el mercado, comprará un Contrato de Futuros esperando cancelar su posición en el momento en que los precios hayan subido por encima del pactado en el contrato; sin embargo si prevé una baja en el precio venderá el contrato. Los especuladores tratan de predecir los movimientos de precios a plazo determinados y lucrar con dichas variaciones. En este tipo de operaciones el especulador puede comprar contratos sin desembolsar el íntegro del precio, para tal efecto, recurre a los márgenes, que consiste en un porcentaje del valor total de los productos que se debe desembolsar para intervenir en el mercado.

3 Corredores: Nexos entre los clientes y la Bolsa. Estos actúan en la Bolsa de Valores y constituyen el nexo entre el comprador y vendedor, al ofrecer las propuestas de sus clientes a efecto de concertar la operación con corredores que a su vez tienen propuestas para adquirir.

IX.- Principales características de los contratos de futuros

Entre las principales características de los contratos a futuro se pueden mencionar las siguientes:

- a) Autónomo. Es un contrato principal que no depende de otro contrato, tiene una existencia propia;
- b) Complejo. Presenta diferentes matices.

¹⁸ Barbier, Eduardo Antonio.- Ob.cit. Pág. 433.



ces a lo largo de su existencia, partiendo de la fecha de entrega, el pago del margen de garantía, la despersonalización del contrato en sí y la forma liquidación;

c) Mixto. Se inicia como un contrato con prestación bilateral para luego pasar a ser un contrato con prestación unilateral ya que el contrato queda a libre ejecución de los contratantes antes de la fecha de vencimiento, para finalmente luego pasar nuevamente a ser un contrato con prestaciones bilaterales recíprocas;

d) Oneroso. Se da un enriquecimiento por un lado y un empobrecimiento por el otro lado;

e) Aleatorio. Implica un riesgo para las partes en cuanto es imprevisible el beneficio que el acto puede reportar, existe la incertidumbre a las ventajas o pérdidas que pueden producirse, debido a los acontecimientos fortuitos que puedan presentarse como en el caso de los productos agrícolas los imponderables del clima, que tiene una repercusión directa sobre los precios, en este tipo de contratos la volatilidad en el precio es el factor fundamental para la existencia de mercado de futuros.

d) Prevención o previsión. El contrato tiene por finalidad la cobertura de determinados riesgos. Las fluctuaciones en los precios de las cotizaciones, determina que en este contrato lo que se busca es protegerse de la volatilidad o riesgo de variación de precios, teniendo en cuenta que el elemento fundamental está dado por el tiempo ya que exis-

te un desfase temporal entre la fecha de celebración del contrato de compra venta y el ejercicio del mismo;

f) Adhesión. Estos contratos son estandarizados,¹⁹ además de estar sujetos a las reglas en lo que se refiere al plazo, volumen, etc., en los mercados donde se negocian, son contratos tipo, conforme a su característica de homogenización, o estandarización, se trata de contratos impresos en formularios en las que hay que llenar el nombre del cliente, la calidad o cantidad de la mercadería y la fecha de entrega del bien. Esta homogeneidad permite que estos contratos sean intercambiables y rápidamente negociables entre compradores y vendedores (liquidez efectiva), lo cual faculta a su vez a que sean cancelables con una transacción opuesta a la asumida primigeniamente.

En nuestro sistema la Resolución de Conasev N° 067-96-EF/94 del 5 de marzo de 1996, determina los modelos o formatos de contratos o títulos a ser negociados en la Bolsa, así como sus modificaciones deberán ser aprobados por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

g) Atípico. Pese a tener un *nomen juris* contemplado en la legislación nacional, carece de regulación específica en lo que se refiere a su contenido, obligaciones y características, siendo sus estipulaciones establecidas mediante formatos que deben ser aprobados por la CONASEV.

Adicionalmente, debe tenerse en consideración que en el contrato de futuros se reúne particularidades del contrato de

¹⁹ Entre las principales características de estos contratos se encuentra el de estar estructurado en base a directrices preestablecidas e iguales para todos los inversionistas respecto a: monto o tamaño de los contratos, fecha de maduración, activo subyacente (productos, moneda o acciones), entre otras. Consecuentemente, la única variable negociable la constituye el precio.



compraventa, pues son elementos obligatorios de todo contrato de futuros el detallar: 1) la mercadería tipo y especificaciones; 2) volumen o cantidad; 3) lugar de entrega de la mercadería; 4) período o fechas de entrega, y; 5) envase y embalaje o sistema a granel, sin dejar de mencionar que también contiene obligaciones propias de la comisión mercantil, en lo que se refiere a la relación entre los coberturistas del riesgo, especuladores y los corredores de productos, conforme lo señala el art 13 de la Ley N° 26361 que crea la Bolsa de Productos.

h) Sinalagmático. Es un contrato con prestaciones recíprocas puesto que las obligaciones de cada una de las partes tiene su razón de ser en la obligación asumida por la otra u otras. Crea la obligación al comprador-vendedor del contrato de aceptar recibir o entregar el producto o liquidar su posición por medio de la compraventa de un contrato de futuro antes de la fecha de entrega.

i) Formal y escrito. Puesto que se entiende celebrado con el solo registro en la Cámara de Compensación.

j) Duración y ejecución continuada. Funciona sin interrupción y está destinado a surtir efectos durante un tiempo más o menos prolongado.

X.- Contrato de futuro y contrato forward

Los Mercados a Futuro tienen como antecedente a los Mercados Forward, diferenciándose en que opera en un ámbito extra bursátil (Over the Counter), se negocian igualmente contratos entre compradores (posición larga) y vendedores (posición corta), con el compromiso de entregar o recibir un producto determinado a una fecha determinada y a un precio predeterminado,

en este tipo de mercado no existe la obligatoriedad de entregar o recibir el producto. Por otra parte los contratos son hechos «a medida», es decir, pactados por las partes estableciendo el contenido que a ambas conviene, mientras que los contratos de futuros son estándares y negociados en un mercado organizado donde se cotizan.

Entre las principales diferencias entre estos contratos se puede mencionar:

a) Si bien ambos son contratos a plazo determinado, los contratos forward no se encuentran sujetos a normas de homogenización en lo que a plazos y montos se refiere.

b) Los contratos forward son usualmente intransferibles, lo que determina la no existencia de negociación secundaria.

c) Los contratos forward siempre se ejecutan entregando los productos a cambio del precio, a diferencia de los contratos sobre futuros que pueden compensarse o liquidarse tomando una posición contraria antes del vencimiento del contrato, existe poca importancia de la entrega física en los futuros.

d) El contrato de futuros se celebra a través de una Cámara de Compensación en el ambiente de la Bolsa, mientras que los contratos forward son privados, pues se celebran entre dos partes.

e) En el contrato de futuros para abandonar una posición basta con realizar la operación contraria, en el contrato forward el contrato se anula en la fecha de vencimiento.

f) En el contrato de futuros no existe riesgo de impago de la contraparte debido a la intervención de la Cámara de Compensación, situación que no ocurre en el contrato forward donde existe riesgo de impago de la contraparte.



g) En el contrato de futuros los inversionistas deben depositar una garantía para actuar en la Bolsa, mientras que en el contrato forward no existe garantía, los pagos se realizan en la fecha de vencimiento.

Debido a los alzas y bajas de las tasas de interés que surgen en los mercados financieros en la década de los setenta del siglo pasado se desarrollaron los "Acuerdos de Intereses futuros, que responden a las siglas en inglés de FRAS. (Forwards Rate Agreements). El FRAS constituye un acuerdo entre dos partes, una que desea protegerse contra un alza de intereses futuros y la otra contra una caída futura, sin ningún compromiso de prestarse el monto del principal, las partes acuerdan mantener una tasa de interés durante un período determinado, saldando, pagando (o recibiendo) sólo la diferencia entre las tasas de interés fijada en el acuerdo y las vigentes en el mercado al momento de la conclusión del acuerdo.

XI.- Contrato de futuro y el contrato de opción

Al contrato de opción se le define como aquél en que una parte adquiere -mediante el pago de una prima- el derecho a comprar o vender un activo específico, en una fecha futura y a un precio determinado al momento de celebrarse el contrato.

En este sentido, la opción da la posibilidad o el derecho a comprar o vender, sin que exista obligación de concretarse, depende en última instancia del interés de ejercerla. En cuanto a la prima que corresponde pagar, la misma se fija en función de

las expectativas del valor del bien al momento en que podría ejercitarse este derecho.

Al adquirir la opción se adquiere el derecho, más no la obligación, pudiendo entonces el tenedor hacer efectivo o no ese derecho, el que se adquiere mediante el pago de una prima, la que se considera como si fuese una prima de seguro, que concede la potestad a quien la adquirió el derecho de protegerse ante lo adverso.

Dentro del Derecho Bursátil, se considera opción a aquellos títulos mediante los cuales se obtiene el derecho de comprar (call) o vender (put) un bien, a un precio determinado conocido como precio de ejercicio (exercise striking price), dentro de un plazo preestablecido o a una fecha específicamente señalada.²⁰

Como se puede apreciar en el contrato de opción, se faculta al optante celebrar o no un determinado contrato, mientras en el contrato sobre futuros se trata de un contrato principal con sus propias obligaciones, que tiene dos formas de ejecución ya sea vendiendo o comprando productos o tomando una posición contraria a la inicial, es decir, si estoy vendiendo compro y viceversa

Así, señala Barbier²¹ la opción ofrece la posibilidad a su comprador (importador-exportador) de comprar o vender una divisa concreta a un precio determinado y en una fecha concreta, la mecánica luego se extendió para neutralizar los riesgos de intereses fijos y variables y más tarde a neutralizar las fluctuaciones en los precios de

²⁰ Pescale, Ricardo.- "Análisis Financiero". Ediciones Macchi. Buenos Aires. Argentina. 1992. Pág. 621.

²¹ Barbier, Eduardo Antonio.- Ob. cit. Pág. 436.



mercancías.

En cuanto al momento del ejercicio de la opción puede ser: a) al vencimiento del plazo acordado (opciones europeas); b) o en su defecto en cualquier momento, desde la fecha de celebración del contrato hasta la fecha estipulada.

La conveniencia de su ejecución dependerá de la comparación entre el precio spot del activo subyacente y el precio de ejercicio de tal opción. En cuanto a la ejecución de la opción se distingue la *opción americana* que es aquella cuyo derecho puede ser ejercitado en cualquier momento de la vida de la opción, y la *opción europea* que únicamente puede ser ejercitada el día del vencimiento.

En nuestra legislación, el Art. 1419 del C.C., señala que una de las partes queda vinculada a su declaración de celebrar en el futuro un contrato definitivo y la otra parte tiene el derecho de celebrarlo o no; lo cual en esencia tendría que ser casi similar al contrato de Opciones del Derecho Bursátil, a no ser por la existencia del pago de la «prima».

Por su parte el Art. 1420 del C.C. regula el contrato de opción recíproca, en la que el contrato de opción puede ser ejercitado indistintamente por cualquiera de las partes. Esta figura es única no existe dentro del Derecho Bursátil.

El art. 1422 indica que el contrato de opción debe contener todos los elementos y condiciones del Contrato Definitivo, estableciendo el Art. 1423 del C.C. (modificado por la Ley No. 27429) que toda opción está sujeta a un plazo determinado o

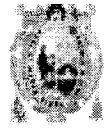
determinable, de no establecerse este deberá por un año.

El Decreto Supremo N° 105-95-EF (Disposiciones Reglamentarias de la Ley de la Bolsa de Productos), define en su Artículo 1, inciso c, al Mercado de opciones como: «aquel en donde se negocian contratos a través de los cuales el comprador adquiere, a un cierto valor llamado prima de la opción y por un plazo establecido, el derecho de comprar o vender a un precio prefijado un número determinado de unidades de un producto previamente definido. Vencido el plazo de vigencia de la opción el derecho caduca. En dicho contrato, el vendedor se obliga a vender o comprar el activo al precio prefijado si lo requiere el comprador dentro del periodo previamente establecido».

XII.- Contratos de Swaps

Los *swaps* son operaciones destinadas a minimizar el riesgo proveniente de fluctuaciones cambiarias o financieras, en particular cuando cada uno de los partícipes de la operación no tiene una correlación de sus activos y pasivos en lo que se refiere a plazos, tasas de interés y moneda, tal el caso, señala Barbier²² si uno de ellos ha tomado compromisos en divisas o con determinados tipos de tasas y tiene previstos ingresos por distintas monedas o tipo de interés que responden a diferentes plazos de vencimiento del capital, mientras que el otro registra una posición inversa, debe moneda local y tiene créditos por cobrar pactados en moneda extranjera, o intereses por depósitos a un mayor o menor plazo.

²² Barbier, Eduardo Antonio.- Ob. Cit. Pág. 436



El contrato de *swap* comporta necesariamente un beneficio o una pérdida, según sea la fluctuación de la tasa de interés o de cambio y la posición relativa que ocupa cada una de las partes con relación a esa variable.²³

Las modalidades más frecuentes de estas operaciones comprenden las referentes a tasas de interés, monedas y títulos.

En cuanto al *swap* referente a la tasas de interés las partes se obliga a pagar a la otra, en determinadas fechas previamente acordadas, un monto calculado por referencia al interés devengado en cierto período sobre un monto principal imputado, de modo que cada una de ellas asume el compromiso y aplica distintas tasas de interés sobre el mismo monto. En el plazo acordado se liquida la operación deduciendo los gastos e impuestos, de modo que la parte que adeuda un monto mayor le paga a la otra la diferencia entre los dos montos.²⁴

El «*swap* de monedas» es el contrato en virtud del cual una de las partes se compromete a pagar una cierta suma de una moneda recibiendo como contraprestación otra suma de moneda distinta. Al intercambio inicial se suceden pagos periódicos, según se verifiquen diferencias entre ambas monedas, para concluir con el intercambio de la devolución del capital.²⁵

En el «*swap* de títulos», la operación se realiza con títulos valores cotizables en bolsa, los que se ofrecen a una entidad financiera como garantía de un préstamo, al

serle otorgado el préstamo, esos títulos son vendidos, recuperándose el dinero al vencimiento de la operación y luego de que el empresario local haya pagado el capital más los intereses pactados, el otorgante del préstamo debe restituírle los títulos, para lo cual los recompra en el mercado. Puede ocurrir que durante ese ínterin los títulos hayan sufrido una variación en la cotización, lo que es un riesgo frente al cual las partes se cubren de diversas maneras, principalmente de naturaleza asegurativa.²⁶

XIII.- Terminación del contrato de futuros

Los contratos de futuros pueden culminar:

- a) Por causas normales. Al vencimiento del plazo en el que debe ejecutarse las prestaciones entregando o no la mercadería.
- b) Por causas anormales:
 - i) Debido a la liquidación por la entrega del producto frente a la entrega del dinero antes del vencimiento del plazo; y,
 - ii) Por efecto de la diferencia de precios sin entrega física de la mercancía.

XIV.- La compra venta de bienes futuros en el derecho civil y en el derecho bursátil.

En cuanto a las diferencias y semejanzas entre los contratos de compra venta de bienes futuros en el derecho civil y en el derecho bursátil pueden mencionarse las siguientes:

- 1.- En el Derecho Civil existe la

²³ Agostinelli. "Contratto de swap". Banca, Borsa e Titoli di Credito". 1991. T.IV. Pág. 433. Citado por Barbier, Ob.Cit. Pág. 438.

²⁴ Cabanellas, Guillermo - Montes de Oca, Angel. "Aspectos legales e impositivos de las operaciones de «swap» y otras operaciones relacionadas". RDBAF, 1999. Pág. 333.

²⁵ Malumian, Nicolás. "Los «swaps» y los contratos derivados". ED, 186-1166.

²⁶ Lorenzetti, Ricardo L. "Tratado de los contratos". Ed. Rubinzal - Culzoni. Buenos Aires. 1999. T. III. Pág. 410.



obligación de la entrega del bien, siendo su finalidad la transmisión del mismo. En el Contrato de Futuros el bien deja de ser un elemento esencial, la presencia de éste, se convierte en un medio para realizar la negociación, de manera especulativa, además se realiza en un mercado organizado, adoptando los titulares del contrato posiciones contrarias a las que asumen inicialmente, con anticipación al vencimiento del contrato, sin el propósito en gran parte de las transacciones de la posesión del bien, lo que es posible debido a la existencia de la Cámara de Compensación y al reconocimiento de pérdidas y ganancias, en la liquidación de la posición.

2.- La negociación en el Derecho Civil se realiza sólo entre oferente y demandante, por regla general; en el Derecho Bursátil la presencia de la Cámara de Compensación determina el cumplimiento de la obligación asumida; ya que asume el papel de contraparte.

3.- En el Derecho Civil, la determinabilidad es un elemento que da autonomía legal al bien; en el Derecho Bursátil es un elemento imprescindible, puesto que señala al mínimo detalles sobre las características del producto, debiendo cumplirse con estándares de calidad para que el producto sea transado.