

LOS ELEMENTOS PERSONALES EN EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA

THE COUNTERPARTIES IN THE SWAP

VIRGINIA VEGA CLEMENTE
Doctora en Derecho. Abogada

ÍNDICE: RESUMEN-SUMMARY. 1. PRELIMINAR.- 2. CONCEPTUACIÓN DE LA PERMUTA FINANCIERA.- 3. LOS ELEMENTOS PERSONALES EN EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA. 3.1. Planteamiento. 3.2. Los usuarios finales. 3.3. Los agentes mediadores e intermediarios. 3.4. Entidades financieras.- 4. LA ESTRUCTURA DEL CONTRATO DESDE EL PUNTO DE VISTA SUBJETIVO. 4.1. Introducción. 4.2. La técnica del contrato tipo. 4.3. La estructura subjetiva del contrato marco. 4.3.1. *El contrato marco*. 4.3.2. *Anexos y documento de confirmación*. 5. RECAPITULACIÓN.

RESUMEN:

La permuta financiera o swap se ha extendido como una forma de realizar operaciones financieras para reducir los riesgos o superar los problemas relacionados con divisas, intereses, valores o mercancías. La permuta financiera es un contrato en virtud del cual dos partes se obligan a hacerse pagos recíprocos en fechas convenidas.

La posibilidad de intercambiar las posiciones asumidas en las operaciones de permutas financieras (*swap*), en las que una parte es acreedora de derechos de crédito o compensatorios (por obligaciones de entrega de numerario o mercancías) permite que las posiciones puedan ser cedidas a terceros, lo que faculta su negociación en mercados secundarios, oficiales o no. Los usuarios finales e intermediarios juegan un papel relevante en el contrato de permuta financiera.

Palabras claves: Comercio de Compensación, Mercado, Permuta financiera, Dinero, Acciones, Valores, Mercancías, Comercio Internacional.

Clasificación JEL: K29

ABSTRACT:

The swap has become popular as a means of financing international trade to reduce risks or overcome problems associated with various national currencies, interest rate, stocks or commodity. A swap is a contractual agreement evidenced by a single document in which two parties, called counterparties, agree to make periodic payments to each other.

The possibility of exchanging the positions assumed in swaps, in which a part is a creditor of credit rights or countervailing (by obligations to deliver cash or commodities), allows that the positions could be yielded to third parties, that authorizes his negotiation on secondary, official markets or not. Counterparties, brokers and market-makers play a important role in the swap.

Keywords: Countertrade, Market, Swap, Money, Equity, Stocks, Commodity, International Trade.

JEL CLASSIFICATION K29

1. PRELIMINAR

El swap en sus diversas modalidades ha experimentado un auge en los últimos tiempos al convertirse en un instrumento utilizado para la compensación en cambio de divisas, compra de valores o en el abono de intereses, además de poder operar también en la financiación de compra de mercancías.

El contrato de permuta financiera se justifica porque presta determinadas funciones económicas en relación con operaciones financieras principales pasivas o activas de las empresas -también de particulares- y, desde luego, con respecto a la gestión y flexibilización de ciertos riesgos inherentes a tales operaciones principales y más concretamente con el tipo de interés y con los tipos de cambio de las divisas, fundamentalmente en los contratos de préstamos¹, aunque después se extiende al aspecto activo de las empresas con el nacimiento de las permutas de índices y de mercancías, por lo que también tienen el atractivo de poder maximizar los resultados de inversiones de riesgos. La reducción de costes de transacciones, el eludir barreras legales al libre movimiento internacional de los capitales, el estar consideradas como operaciones fuera de balance o la pura especulación financiera² son otros de los atractivos de las permutas financieras.

El origen de este instrumento financiero hay que buscarlo en el Reino Unido como medio para reducir costes en el control de cambio por la compra de divisas, así como la fluctuación de los tipos de interés. Los préstamos paralelos entre sociedades anglosajonas, que fue un uso común al inicio de la década de los años 70 del pasado siglo, propició la posibilidad de abonar en divisa nacional a empresas americanas radicadas en el Reino Unido para que estas pagaran en dólares a las filiales británicas radicadas en Estados Unidos³.

¹ Vid. WALLEY, M., "Interest rate and currency swaps". Trabajo presentado al *Symposium de la OCDE sobre Nuevos Instrumentos Financieros*, París, 1988, p. 2.

² El contrato de permuta financiera puede darse también con un cierto carácter especulativo, ya que siempre existen agentes económicos propensos al riesgo, a quienes puede interesar este tipo de negocios referido al valor de las variables financieras sobre las que especulan sus datos, pagando o cobrando las diferencias monetarias resultantes entre su vaticinio personal y los datos reales de las variables sobre las que se apuesta. Cfr. CEA GARCÍA, J.L., *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1990, p. 15.

³ Sobre el origen de la permuta financiera puede verse: AGUILÁ, J., GUALDA, R., y TORRENT, C., "Proyecto de registro de swap en MEFT Renta Fija. Una solución a la problemática del mercado", en *Newsletter, MEFT Renta Fija*, núm. 12, (diciembre 1993), pp. 12 ss.; COSTA, L y FONT, M., *Nuevos instrumentos financieros para el empresario europeo*, ESIC, Madrid, 1990, pp. 3 ss.; LAMOTHE, P., "La aparición y desarrollo de los mercados de swap de tipo de interés. Teorías explicativas", en *Información Comercial Española*, abril, 1992, pp. 9-15; LAMOTHE, P. y SOLER, J.A., *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Ed. McGraw Hill, 1977, pp. 17-25; LUDWIG, M.S., *Understanding interest rate swaps*, Ed. McGraw-Hill, New York, 1993, pp. 1-33; MALOY, P.,

La gestación de esta figura contractual se configura de forma progresiva a través de la incorporación en los negocios jurídicos de diferentes cláusulas como reacción jurídico-económica a las distintas necesidades que se producen en el orden financiero de la empresa.

De este modo, para resolver los problemas planteados por dichas fluctuaciones, utilizando y mejorando la técnica del *back to back loans*⁴, surge esta figura jurídica conocida como permuta financiera, en inglés: *swap*. Y, aunque desaparece en el año 1979 el control de cambios entre estos dos países, se mantiene esta modalidad financiera con la finalidad de estabilizar el tipo de interés y el tipo de cambio⁵.

Las grandes alteraciones y fluctuaciones que padecía el mundo económico, donde los tipos de interés y las paridades de cambio, unidos a las leyes que sobre el control de cambios se habían asentado en muchos países del mundo occidental, comprometían la seguridad financiera y las previsiones contables de las empresas e instituciones de crédito⁶, fenómenos a los que no estaban ajenos las crisis energética y monetaria⁷ de los años setenta de la pasada centuria que generaron el paso de una rigidez de paridad de cambio a una flotación errática de las monedas y fluctuaciones difícilmente explicables de los tipos de interés, por lo que se hizo necesario la creación de nuevos instrumentos financieros⁸.

“Origen, historia y futuro del swap. Definición y tipos”, en *Las operaciones de swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*, Instituto de la Empresa, Madrid, 1985, pp. 12 ss.; MARTÍNEZ RAK, M., “The effect of the New Risk-based Capital Requirements on the Market for Swaps”, en *Journal of Financial Services Research*, junio 1992, pp. 25-36; TORNABELL CARRIO, R., “Innovaciones financieras swap y cap”, en *Operaciones Comerciales Española*, núm. 629 (enero 1986), pp. 99 ss.; DE LA TORRE, A., *Operaciones de permuta financiera (swaps)*, Ed. Ariel, Barcelona, 1996, pp. 17-25; VEGA VEGA, J.A., *El Contrato de Permuta Financiera (SWAP)*, Ed. Aranzadi, Cizur Menor, 2002, pp. 22-30

⁴ A través de los préstamos paralelos dos compañías matrices o dominantes (residentes en países con restricciones cambiarias) con acceso a líneas de financiación baratas y que tienen necesidad de financiar a sus filiales (residentes en el país de la otra compañía matriz) llegan a un acuerdo para financiar cada una de ellas a la filial de la otra en la divisa del país donde están radicadas y por un importe equivalente en función del tipo de cambio del mercado. Los intereses suelen estar determinados por tipos fijos en el momento del acuerdo, aunque cabe su determinación en base a tipos variables. Vid. LAMOTHE, P. y SOLER, J.A., *Swaps y otros derivados OTC en tipo de interés*, cit., p. 18; PÉREZ DE ARENAZA LAMARA, L., “Swaps de tipos de interés y de divisas”, en *Actualidad Mercado Financiero*, núm. 7, (julio 1994), pp. 11 y 12.

⁵ En lo atinente a la evolución experimentada por los “préstamos paralelos” y los “préstamos *back-to-back* hasta llegar a los *swaps* de divisas, puede verse POWERS, J., “The vortex of finance”, en *Intermarket Magazine*, febrero 1986, pp. 27-38.

⁶ Véase BARRIOLA, L. y RODRÍGUEZ, L., “Régimen fiscal de las operaciones de permuta financiera”, en *RDBB*, núm. 22 (abril-junio 1986), p. 381.

⁷ Con la adopción el 14 de noviembre de 1973 del acuerdo de suprimir el doble mercado del oro, abandonando su condición de patrón monetario, se abandona también el sistema de tipos de cambios fijos establecido en el Sistema Monetario Internacional, diseñado en julio de 1944 en el Acuerdo de Bretton Woods, y se constituye el Fondo Monetario Internacional.

⁸ Cfr. PÉREZ DE ARENAZA, L., “Swaps de tipos de interés y de divisas”, en *Actualidad Mercado Financiero*, núm. 7 (julio 1994) cit, p. 1.

De ahí que la aparición y el auge de la permuta financiera en los últimos años no sea casual y obedezca a las profundas mutaciones y convulsiones experimentadas en los mercados y operaciones financieras, y, en particular, en relación a variables como la inflación, los tipos de interés, los tipos de cambio, los índices bursátiles y las materias primas⁹.

A la par de todos estos cambios económicos, financieros y tecnológicos, el florecimiento del “Euromercado” trajo como consecuencia que empresas de unos países acudieran a obtener financiación de instituciones financieras extranjeras, normalmente en divisas distintas a la de la empresa financiada o prestataria. Pronto se detectó que esta fuente de financiación tenía un riesgo añadido: la excesiva fluctuación de las cotizaciones de las divisas extranjeras en las que había que amortizar el préstamo y pagar los intereses sometidos a una gran volatilidad.

La operación de permuta financiera se va configurando paulatinamente a virtud de la evolución de otras instituciones que permitían gestionar los riesgos a las empresas. En un primer momento fueron los futuros y opciones los instrumentos utilizados para gestionar los riesgos, pero éstos no permitían realizar coberturas a largo plazo. Así, para paliar, en cierta medida, el excesivo riesgo que implicaban este tipo de operaciones se fue introduciendo en la práctica la denominada “cláusula de opción multidivisa”, que facultaba al prestatario, normalmente al vencimiento de un período de intereses o en el momento de la amortización, a cambiar la divisa en que se había concertado la operación, lo que representaba una auténtica opción en el cumplimiento de las obligaciones¹⁰.

⁹ Podemos decir que las causas que operan en el nacimiento y rápida propagación de nuevos instrumentos financieros, entre ellos el swap, son los siguientes factores económicos: la alta inflación, la volatilidad de los tipos de interés, los desequilibrios de las cuentas corrientes, el ambiente regulador dinámico/cambiante, la revolución tecnológica, la libre competencia y la crisis de la deuda de los países en vía de desarrollo. Cfr. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L., WANDEN-BERGHE LOZANO, J.L. y ONZÁLEZ CARBONELL, J.F., *Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros, swaps*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1993, p. 22. Además de los anteriormente nombrados, puede añadirse los factores de la internacionalización de la economía, la renovación de los mercados financieros y el nacimiento de mercados mundiales que, gracias al desarrollo de las telecomunicaciones, supusieron el final de los mercados domésticos totalmente independientes (sobre el particular consúltese LAMOTHE, P. y SOLER, J.A., *Swaps y otros derivados...*, cit., p. 18).

¹⁰ DÍAZ RUIZ, E., en “El contrato de *swap*”, en *RDBB*, año X, núm. 36, octubre-diciembre 1989, p. 734, define este instituto como novación modificativa y no extintiva del contrato de préstamo. Consideramos que no se trata de una novación modificativa, dado que este instituto no está caracterizado por un acuerdo de las partes que modifica la relación obligacional establecida, sino que lo que se pacta es una obligación alternativa, en la que el deudor tiene la opción de cumplir en la divisa que elija, a tenor de los artículos 1131 y 1132 del Código Civil.

A mediados de la década de los setenta, el complejo tratamiento legal y contable de los préstamos *back to back* es superado con la aparición de las primeras operaciones *swaps* en divisas, las cuales se diferenciaban de los instrumentos anteriores por su mayor sencillez, flexibilidad y liquidez¹¹. Las diferencias fundamentales son varias. De una parte, no existen préstamos de divisas, dado que la operación consistía en sustituir los dos préstamos simultáneos por una operación de cambio al contado, con el compromiso de deshacer la transacción inicial en las mismas condiciones, en una fecha futura fijada de antemano. Por otra, la operación de permuta financiera es considerada como “fuera de balance” al no existir inicialmente una determinación concreta de activos y pasivos, por lo que los asientos contables quedarían diferidos a los distintos abonos de flujos monetarios. Asimismo, se puede sustituir el intercambio inicial y final de monedas, ya que, a los sucesivos vencimientos, el usuario final que haya tenido mayor depreciación en la moneda puede liquidar por diferencias. Finalmente, su estructura también puede ser más flexible al contemplarse la posibilidad de pactar indistintamente intereses fijos o variables¹². Esto es, con esta técnica financiera se comienza a utilizar la operación conocida como permuta financiera de divisas (*currency swap*) por la que, en definitiva, en un principio, se acordaba entre dos partes la compra de divisas con un pacto de recompra y reventa a plazo en el que las condiciones ya estaban fijadas de antemano¹³, y que con el correr de los tiempos se flexibiliza más, permitiendo aceptar el compromiso de abonarse pagos recíprocos en distinta moneda durante determinados períodos de vigencia del contrato, liquidados por diferencias sobre la evolución de dos divisas.

¹¹ LAMOTHE, P y SOLER, J.A., *op. ult. cit.*, p. 20.

¹² La operación así concebida tenía, por tanto, el carácter de deuda eventual, por lo que no tenía reflejo contable en el balance de las compañías. Esta idea fue puesta en práctica en 1976 por dos bancos norteamericanos y el Banco de Inglaterra, y aunque las primeras cifras de cierto volumen de permutas financieras de divisas comienzan a practicarse a partir de 1977, sin embargo, no es hasta agosto de 1981, fecha en que tuvo lugar un *swap* de divisas entre IBM y el Banco Mundial, cuando empiezan a tomar cierta importancia y popularidad. Por tanto, las operaciones aludidas continuaron utilizándose tras la abolición de los controles de cambio en 1979 en el Reino Unido, en virtud de revelarse como fórmulas válidas para cubrir a largo plazo el riesgo de cambio. Puede verse: PARK, Y., “Currency Swaps as a Long-term International Financing Technique”, en *Journal of International Business Studies*, 1984, pp. 47-54; WALLICH, C., “The World Bank’s Currency Swaps”, en *Finance and Development*, 1984, pp. 197-207.

¹³ Cfr. TORNABELL CARRIO, R., en “Innovaciones financieras: swaps y caps”, en *ICE* (enero 1986), p. 99; WALLICH, C., “The World Bank’s Currency Swaps”, *cit.*, p. 197.

¹⁴ *Vid.* CATES, A., “Swap Financing”, en *The International Lawyer*, XX, núm. 3 (1986), p. 838. Hemos de significar que se denomina arbitraje al proceso por el cual se obtienen beneficios de la existencia de precios diferentes para el mismo producto, en el mismo momento, pero en mercados distintos. La expresión “mercados distintos” puede hacer referencia a diferentes localidades geográficas para el mismo activo financiero o a diferentes activos financieros en una o

Por su parte, el denominado “arbitraje”, practicado desde antiguo por los Bancos¹⁴, serviría de fundamento para el nacimiento de la permuta de tipos de intereses (*interest rate swap*)¹⁵. En efecto, en los primeros años de la década de los ochenta empiezan a tomar también cierta relevancia las primeras permutas financieras de tipos de interés, lo cual supuso un paso fundamental al extender el concepto de permuta financiera desde el mercado de divisas hasta el mercado de instrumentos financieros crediticios denominados en la misma moneda o con características puramente nacionales, que se desarrolló en Estados Unidos¹⁶.

A finales de los ochenta estos instrumentos se extienden a los índices bursátiles (*equity swaps*), que permiten operar sin inversiones reales, y a las mercancías o materias primas (*commodity swaps*), que posibilitan hacer previsiones sobre las fluctuaciones de precios de materias primas. En la década de los noventa se abarcan también los índices macroeconómicos (*macroswaps*), como juego de arbitraje entre mercados, para cubrirse los operadores económicos de los riesgos derivados de las recesiones cíclicas de la economía.

De esta forma, a partir de dicho periodo, por mor de la ingeniería financiera, se va perfilando una nueva figura contractual que se introduce en España bajo el nombre de “permuta financiera”.

En un principio los contratos de permuta financiera se celebraban mediante la puesta en contacto entre dos interesados o agentes económicos por un Banco, que cobraba una comisión. Posteriormente, el Banco intermediaba entre los sujetos -normalmente empresas-, en el sentido de que cada una de las empresas realizaba su correspondiente contrato con el Banco que eran exactamente iguales, pero en los que la entidad financiera asumía obligaciones inversas, por lo que el Banco no asumía riesgo ninguno en la operación en sí, sino el genérico del incumplimiento

más localidades geográficas, pudiendo el arbitraje implicar a dos o más monedas, o bien obtener un beneficio referido al diferencial de bases o de tipos de interés, correspondiente a una o varias monedas (Cfr. FONT VILALTA, M., “Nuevas técnicas financieras: “Operaciones de SWAP”, en *Esic Merkat*, núm. 35, enero-marzo 1987, p. 157). En definitiva, el arbitraje consiste en una compraventa simultánea del mismo producto a diferentes precios para realizar un beneficio. En los supuestos de permuta, las oportunidades del arbitraje provienen de las diferencias entre los intereses pagados a través del *swap* y los recibidos por otro instrumento, o viceversa; cfr. A. de la TORRE, *Operaciones de permuta financiera (Swaps)*, Ed. Ariel Economía, Barcelona, 1996, p. 50. Sobre los conceptos de arbitraje en general, arbitraje sintético y opcional puro, puede verse IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Opciones normalizadas*, Ed. Dykinson, Madrid, 1999, pp. 82-85. Para un conocimiento más concreto del “arbitraje entre el mercado a plazos y el mercado de futuros”, véase NÚÑEZ, S., *Los mercados derivados de Deuda Pública en España: marco institucional y funcionamiento*, Ed. Banco de España, Madrid, 1991, p. 32; para el “arbitraje entre los mercados de derivados y el mercado de contado”, *ibidem*, p. 35.

¹⁵ Véase DUYN, A., “Is Arbitrage Dead?”, en *Eurromoney*, octubre 1995, pp. 80-83.

¹⁶ Cfr. LAMOTHE, P. y SOLER, J.A., *op. cit.*, p. 23; BECKSTROM, R., “The Development of Swap Market”, en el libro de ANTL, B., *Swap finance*, *cit.*, pp. 89 ss.

de alguna de las contrapartes, riesgo que se anunciaba como remoto en cuanto que los agentes económicos gozarían de reconocida solvencia o podrían estar avalados.

En la actualidad, los Bancos suelen intermediar o interponerse casi siempre en las operaciones de permutas financieras, incluso sin que existan dos contratos, sino uno sólo. De esta forma el Banco asume el riesgo en base a sus propios cálculos financieros, similares a los de las compañías de seguros sobre el cálculo de riesgos generales en su cartera¹⁷, existiendo grandes instituciones financieras especializadas en estas operaciones, y que se conocen como *money centre banks* americanos y *merchant and investment banks* ingleses.

En nuestro país los contratos de permuta financiera han tenido relativo éxito, con excepción de las operaciones relativas a la financiación de las exportaciones y los *swaps* relativos a bonos u obligaciones emitidos en España, y en pesetas (*matador bonds*), por instituciones internacionales de las que España es parte. Las causas de la no excesiva proliferación en otros campos hay que buscarlas en el hecho de que su introducción ha sido más bien tardía y al nacimiento de otros sistemas de financiación de la empresa, con la consiguiente caída de actividades en el Euromercado, así como el tratamiento fiscal aplicado por las autoridades españolas a este tipo de operaciones¹⁸.

2. CONCEPTUACIÓN DE LA PERMUTA FINANCIERA

A la hora de definir la permuta financiera suelen entremezclarse cuestiones económicas y jurídicas, amén de que, en algunos casos, el contrato se presenta coligado con otros acuerdos nacidos del contrato marco, tales como préstamos, operaciones bursátiles o compraventa de mercancías, etc. Si a eso añadimos que el contrato de permuta financiera puede estructurarse en dos fases, comprenderemos las dificultades que hallamos para alcanzar un concepto diáfano. En efecto, las permutas financieras constan, de un lado, de un contrato marco, que es el que regula las relaciones futuras, y de otro, el contrato propiamente dicho por el que las partes se obligan recíprocamente al pago de ciertas cantidades según módulos preestablecidos, en el que puede involucrarse un tercero (normalmente una entidad financiera) como intermediario, con la finalidad de asegurar el cumplimiento de las obligaciones dimanantes del *swap*¹⁹.

¹⁷ Cfr. SHIRREFF, D., "Big Capital wins the day, Banks do currency swaps because their customers want them, not for profits they make. But are capital requirements forcing some to thing again?", en *Risk*, Vol. 2, núm. 7 (julio-agosto 1989), p. 9.

¹⁸ Para el tratamiento fiscal de estas operaciones, puede consultarse CRESPO CARRILLO, J.I., "El Reino de España y las operaciones *swap*", en *Ideas Empresariales*, año IV, núm. 8 (julio 1985), pp. 21 ss; BARRIOLA, L. y RODRÍGUEZ JIMÉNEZ, L., "Régimen fiscal de las operaciones de permuta financiera", en *RDBB*, núm. 22 (abril-junio 1986), pp. 383-391.

¹⁹ Cfr. CANO RICO, J.R., *Manual práctico de contratación mercantil*, T. II, "Contratos bancarios, financieros y sobre títulos-valores", Ed. Tecnos, 41 ed., Madrid, 1999, pp. 375-376.

Desde un punto de vista económico podemos decir que la permuta financiera es un mero trueque o transacción en la cual dos partes contratantes acuerdan intercambiar extremos de pago en el tiempo²⁰. Esta idea de trueque especulativo ha llevado a algunos autores a negar la virtualidad contractual de esta institución, afirmando que son operaciones de intercambio de obligaciones económicas o productos financieros pero que no se intercambian obligaciones legales suscritas, por lo que se trata de un mero “trueque” económico²¹.

Aunque desde el punto de vista económico nos encontremos en presencia de un mero intercambio de flujos de caja, cuyo concepto escapa al ámbito jurídico, es evidente que en ese convenio late un sustrato negocial, en cuanto que las partes asumen obligaciones jurídicas recíprocas de hacerse pagos en el tiempo, por lo que no puede afirmarse que se trata de un mero producto económico o financiero, y aunque subyazca en su origen una idea o intencionalidad financiera, lo cierto es que la permuta financiera reviste caracteres de contrato y tiene, por ende, una base jurídica, aunque sea un contrato que, impuesto por el uso mercantil, careciera en un principio de referencia legal y aún hoy de regulación sustantiva propia.

En suma, en el instituto de la permuta financiera o swap se produce un acuerdo en la que las contrapartes estipulan abonarse recíprocamente corrientes líquidas, bien pagos (cargas financieras) o cobros (activos), en la misma o en diferentes monedas durante un específico período de tiempo, siendo dichos flujos ciertos en el momento del acuerdo o estableciéndose, en caso contrario, las bases o módulos sobre los que serán calculados²². En esta caracterización jurídico-económica quedarían englobadas de forma general las permutas de tipos de interés²³, de divisas²⁴, de materias primas²⁵, de índices bursátiles²⁶ y de índices macroeconómicos²⁷. Por ello, podemos decir que, desde el punto de vista jurídico, la permuta financiera es un

²⁰ FONT VILALTA, M., “Nuevas técnicas financieras: Operaciones SWAPS”, en *Esic Market*, núm. 55 (enero-marzo 1987), p. 152.

²¹ MALOY, P., *Origen, historia y futuro del swap...*, cit., p. 11.

²² Las permutas financieras son operaciones OTC (*Over The Counter*); es decir, negociadas en mercados no organizados. Esto implica una relación directa entre las dos partes contratantes, sin que existe ninguna entidad u órgano que se interponga jurídicamente entre ambas, a diferencia de los mercados organizados en que existe un órgano denominado Cámara de Compensación (*Clearing House*) que se subroga jurídicamente entre las partes contratantes. Cfr. VEGA VEGA, J.A., *op. cit.*, pp. 139 ss.

²³ Sobre la especificidad del *swap* de tipo de interés, puede verse LUDWIG, M.S., *Understanding Interest Rate Swaps*, Ed. McGraw-Hill, New York, 1993, p. 3.

²⁴ Cfr. VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera...*, cit., pp. 44-45.

²⁵ DE LA TORRE, A., *Operaciones de permuta financiera (Swaps)*, Ed. Ariel Economía, Barcelona, 1996, p. 118.

²⁶ Véase MARTÍN MARÍN, J.L. y DE LA TORRE GALLEGOS, A., “Permutas financieras de índices bursátiles: Equity Swaps”, en *Actualidad Financiera*, núm. 12 (21-27 marzo 1994), p. 202.

²⁷ Sobre el concepto y características de permutas financieras de índices macroeconómicos, véase VEGA VEGA, J.A., *El Contrato de Permuta Financiera (Swap)*, cit., p. 46.

contrato en virtud del cual dos partes se obligan a hacerse transferencias monetarias recíprocas (pagos), según una regla predeterminada y durante un cierto período de tiempo.

En síntesis, con carácter general y teniendo en cuenta su naturaleza jurídica, podemos definir la permuta financiera, siguiendo al profesor VEGA VEGA, como *un contrato mercantil en virtud del cual dos partes, denominadas usuarios finales, se obligan a hacerse pagos recíprocos en fechas convenidas, en la misma o distintas monedas, estableciéndose las cantidades que mutuamente han de abonarse de forma cierta o en base a módulos objetivos*²⁸.

3. LOS ELEMENTOS PERSONALES EN EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA

3.1. PLANTEAMIENTO

Una vez planteados el origen de los contratos de permuta financiera, su importancia económica y su conceptualización, podemos abordar el objeto del trabajo, cual es poner de relieve los elementos que intervienen en su compleja negociación.

Podemos adelantar que en los contratos de permuta financiera se puede hablar de dos tipos de intervinientes. De un lado, las partes contratantes propiamente dichas de la permuta, que se denominan usuarios finales, que son los que tienen interés en cambiar posiciones a cierto plazo para enjugar riesgos, financiar sus empresas o sencillamente especular. Y, de otro, los intermediarios financieros y agentes mediadores, cuya participación únicamente se da en las permutas intermediadas, pero que hay que señalar que son la mayoría en la práctica. Estos agentes acercan posiciones y hacen posible que muchas permutas se lleven a la práctica. A veces hacen funciones de contraparte para que puedan ejecutarse los swaps, obteniendo por ello su comisión.

Además, en conexión con el contrato, existen otro tipo de intervinientes, como son aseguradoras, avalistas, etc., que no son partícipes en el contrato en sí, pero que tienen gran influencia, ya que al cubrir o asegurar el riesgo también hacen posible que el contrato de permuta financiera se lleve a la práctica.

Comencemos analizando las diversas partes principales.

3.2. LOS USUARIOS FINALES

Como hemos dicho más arriba, a las partes contratantes principales en las permutas financieras se les denomina usuarios finales, aunque también suele

²⁸ Cfr. VEGA VEGA, J.A., *El Contrato de Permuta Financiera (Swap)*, cit., pp.46-48.

llamárseles contrapartes o incluso usuarios de última instancia²⁹. En la actualidad una amplia variedad de usuarios finales participan en las operaciones de permutas financieras: entidades financieras, compañías de seguros, grandes empresas, entes públicos, entre otros, que son los que vienen tomando parte activa en este tipo de operaciones.

El usuario final es, pues, una parte principal del contrato que interviene en una permuta financiera con la intención de intercambiar su exposición al riesgo por oscilaciones monetarias, variaciones de tipos de interés, oscilaciones de índices preestablecidos, como índices bursátiles, precios de las mercancías, etc., dándose también la posibilidad de que algunos o todos los riesgos de cambio anteriores puedan combinarse en una permuta. La motivación económica o financiera de la permuta es enjugar pérdidas o sencillamente especular. Existen dos contrapartes o usuarios finales que tienen motivaciones simétricas pero opuestas³⁰. Debido a la internacionalización de las permutas financieras, es importante que en cada contrato se identifique perfectamente la persona o entidad que contrata, su personalidad jurídica y su capacidad para contratar, dado que esta información es básica para evaluar el riesgo de crédito asumido.

El usuario final puede adoptar las siguientes posiciones en un contrato de permuta: pagador fijo, cuando se compromete a realizar pagos a la otra contraparte aplicando un tipo de interés o índice fijos al principal o nocional durante todo el período contractual; pagador variable, cuando se obliga a abonar flujos al otro usuario final aplicando un tipo de interés o índice variables al nocional a lo largo de toda la vigencia del contrato. Para el supuesto de que la permuta fuese del tipo variable contra variable, debe especificarse el tipo de interés o índice que asume cada contraparte. En este caso los pagos se liquidan por diferencias de dos cantidades obtenidos de acuerdo con dichos tipos o índices variables. Parte requirente es aquella a la que corresponde el derecho o la facultad de resolver un acuerdo, denominándose a la otra parte requerida³¹.

3.3. LOS AGENTES MEDIADORES E INTERMEDIARIOS

Aunque no es muy frecuente, cabe la posibilidad de que las partes realicen una contratación directa de permutas financieras en cualquiera de sus modalidades, sin que intervenga intermediario alguno. En este caso, teniendo en cuenta que no

²⁹ En terminología anglosajona “counterparties”. Para un análisis más detallado de su función, puede consultarse LUDWIG, M.S., *Understanding...*, cit., p. 4.

³⁰ Sobre las funciones y motivaciones para contratar una permuta financiera puede verse VEGA VEGA, J.A., *El Contrato de Permuta Financiera (Swap)*, cit., pp. 34 ss.

³¹ Tal como se definen en la Especificación Primera, letra K) del Contrato Marco SWAPCEMM.

existen mercados primarios, podrían intentar una negociación en los mercados secundarios, organizados o no. En este caso serían instrumentos OTC (*over the counter*).

Sin embargo, la complejidad de estas operaciones y el riesgo derivado de que la otra parte del contrato incumpla sus obligaciones ha favorecido el que en la práctica habitual no se haya venido utilizando esta estructura directa y sea más empleada la estructura intermediada. Por eso, en determinados casos, las entidades financieras o bancarias suelen intervenir de diferentes maneras:

1. *Como simples mediadores (brokers)*: En esta posición los intermediadores de los usuarios finales se limitan a acercar a las partes que quieren concluir un contrato de permuta, sin asumir riesgo ninguno. En este caso el Banco actúa como un simple mediador que pone en contacto a dos empresas con necesidades “contrarias” para que sean ellas las que contraten entre sí. En estos supuestos, se le aplicarán las reglas propias del contrato de mediación y corretaje del país cuya regulación sea aplicable o, en su caso, a la que se hayan sometido. Los intermediarios percibirán, obviamente, un precio por este servicio.

2. *Como comisionistas o mandatarios*: Actúan por cuenta de alguna de las partes a tal fin, pudiendo contratar en nombre propio o en el de su principal. En estos supuestos, al igual que sucede en todo contrato de comisión, se suscitan como cuestiones de especial interés las relativas a la “autoentrada” del comisionista, esto es, cuando el propio Banco actúe como contraparte de su mandante, y a las “aplicaciones de órdenes” o posibilidad de que el Banco pueda “casar” órdenes complementarias. Por lo que respecta a las aplicaciones, hay que señalar que en los *swaps* no existirán graves obstáculos que impidan que se puedan casar operaciones cuando el intermediario participe como comisionista de las dos partes interesadas en ella, dado que en el contrato de permuta financiera ha de entenderse dicho consentimiento implícito siempre que se deje constancia escrita cuando se negocie en un mercado secundario oficial (art. 40 LMV), pues el mandante que acude al Banco ya presupone que la contraparte será la propia entidad financiera u otro mandante de ésta³². No puede obtenerse la misma conclusión en el supuesto de autoentrada del comisionista, es decir, cuando éste asume por sí mismo la condición de contraparte de una permuta, bien lo haga con carácter temporal, hasta su cesión en el mercado secundario, o con carácter definitivo. En este supuesto, no cabe duda de que será de aplicación lo dispuesto en el artículo 267 del Código de Comercio, que prohíbe la autoentrada del comisionista, salvo que obtenga la correspondiente

³² En este sentido, VALPUESTA GASTAMINZA, E.M., “Las operaciones swaps”, en la obra colectiva *Contratos Internacionales* (Coord. P. Blanco-Morales), Ed. Tecnos, Madrid, 1997, p. 1062.

autorización del comitente³³. Para las permutas negociadas en mercados secundarios habrá de tenerse en cuenta lo dispuesto en el RDLeg 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores sobre comisión bursátil y en el correspondiente Reglamento del Mercado, relativo a aceptación, alcance, publicidad, celeridad, aplicación, constancia escrita, normas de comportamiento, etc. (cfr. arts. 43 y ss. TRLMV).

En la práctica es normal que el Banco actúe mediante una comisión de garantía, esto es, que por un sobreprecio asuma el riesgo del incumplimiento de la contraparte. Tal sucede cuando los bancos para incentivar la contratación en los mercados se ofrecen como intermediarios asumiendo el riesgo que pueda derivarse para el comitente de la contratación con el usuario final que a tales fines proporcione el Banco, y cuya solvencia es desconocida para el comitente. La contratación en estos casos se hará normalmente en nombre propio por el Banco como comisionista de garantía y responderá como tal por incumplimiento de la contraparte. Lo que es más difícil concebir es que el Banco sea a la vez comisionista de garantía de ambas partes (esto es, que se trate de una aplicación de órdenes), pues en pura técnica jurídica este resultado es imposible³⁴, si bien es factible que se establezcan fórmulas o pactos jurídicos contractuales para garantizar o avalar el buen fin de la operación en su conjunto, como de hecho se hace en la práctica. En los supuestos de posible negociación en mercados secundarios oficiales, la comisión será como sucede en el mercado de valores una comisión de garantía (art. 41 LMV). Para el supuesto de negociarse en un mercado oficial secundario con Cámara de Compensación (Sociedad Rectora) se aplicarían las normas específicas de garantías establecidas en el artículo 59 de la LMV o en el propio Reglamento del Mercado³⁵.

3. *Como contraparte principal para crear mercado*: Cuando actúan en esta posición no suelen tener ninguna motivación económica en la operación que se realiza sobre dos permutas opuestas (*dealers*). En este supuesto actúan como creadores de mercado (*market-makers*); esto es, están dispuestos a intervenir como contraparte en cualquier permuta que le sea atractiva, pudiendo cerrar una posición sin contrapartida en un momento y encontrarla después, aunque no suelen realizar la misma hasta que no encuentran otra de tipo simétrico o mutuamente compensables (*offsetting swaps*). De esta forma, la permuta queda dividida en dos partes legalmente independientes entre cada usuario final y el Banco que ha propiciado las operaciones, aunque

³³ ALONSO SOTO, R., "La permuta financiera", en VV.AA. *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías del mercado financiero* (Coords. A. Alonso Ureba y otros), Consejo General del los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Madrid, 1990, p. 442.

³⁴ Cfr. VALPUESTA GASTAMINZA, E.M., *op. ult. cit.*, p. 1062.

³⁵ Sobre el particular puede verse VEGA VEGA, J.A., "La negociación de swaps y barters en los mercados de valores", en *Revista de Estudios Económicos y Empresariales*, núm. 28 (2016), pp. 135-158.

asumiendo la posición de parte principal. Estas permutas quedan integradas en la cartera del Banco, el cual tendrá dos opciones: continuar como parte principal de la operación u operaciones, o ceder la posición asumida a un tercero (*assignment*), esto es, ceder el contrato.

4. *Como contraparte o usuario final, en sentido estricto*: Un intermediario, finalmente, puede asumir una posición de contraparte en sentido estricto o de usuario final, es decir, como parte contratante directa de la permuta. Las finalidades comerciales que puede perseguir el Banco o la entidad financiera en estos supuestos son varias:

a) Procurarse operaciones casadas, para lo cual intervendrán como contrapartes en dos permutas simétricas, pero de sentido contrario

b) Intervenir en operaciones no casadas o de especulación, bien con carácter transitoria hasta que celebran otro de signo contrario, o bien de especulación pura.

En estos casos, el Banco ya no es intermediario desde el punto de vista jurídico y no habría problemas relativos a la autoentrada o aplicación de órdenes. Desde el plano económico, los Bancos especializados en *swaps* y demás derivados no suelen mantener una actitud especulativa, dado que estas entidades suelen gestionar una gran cartera de productos financieros con un criterio de compensación global, sin atender individualmente a los opuestos.

En síntesis, en un principio los intermediarios únicamente se limitaban a actuar como meros agentes mediadores poniendo en contacto a las contrapartes; por estos servicios cobran una comisión fija o *flat*. Después, ante las reticencias de empresas para entrar en las operaciones, intervienen avalando a alguna o a las dos partes, por lo que también obtienen sus comisiones. Posteriormente y como consecuencia de los riesgos derivados de las operaciones, han aparecido grandes entidades crediticias o de inversión que actúan por cuenta de alguna de las partes como comisionistas o bien como intermediarios activos, asumiendo total o parcialmente el riesgo de una contraparte o de la operación total, pudiendo llegar a ser usuario final de la propia permuta e incluso entrando en dos permutas compensatorias para que éstas puedan llevarse a cabo ya que la presencia del intermediario posibilita el casamiento de oferta y demanda de las contrapartes intervinientes en la permuta financiera, al hacer factible la participación de varios, y en diferentes proporciones, en uno o en ambos lados de la permuta. La intervención del intermediario se formaliza mediante contratos separados con cada uno de los dos clientes, sirviendo de contrapartida a cada uno de ellos y prestándoles asistencia técnica e información a cambio de una comisión. De esta forma es perfectamente posible que los interesados no conozcan su contrapartida última³⁶.

³⁶ PÉREZ DE ARENAZA, L., "Swaps de tipos de interés y de divisas", cit., p. 18.

La reforma de la Ley de Mercados de Valores, con criterio restrictivo, limita los agentes a los que se les permite actuar en funciones de creadores de mercado, al determinar que son actividades exclusivas de las sociedades de inversión y de las entidades de crédito la negociación por cuenta propia, la recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros, en relación a los instrumentos financieros del artículo 2 del TRLMV -entre los que se incluyen las permutas financieras-, si dichas actividades se ejercen con carácter habitual (cfr. arts. 69 ss. TRLMV)³⁷. En el supuesto de negociación de las permutas sería, pues, de aplicación lo dispuesto en el texto refundido de la Ley de Mercados de Valores y normativa complementaria para el régimen de actuación de las Sociedades y Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras y otras entidades relacionadas con el mercado de valores.

3.4. ENTIDADES FINANCIERAS

En los inicios de los mercados de permutas las entidades financieras se limitaron a actuar como simples organizadoras de las operaciones cruzadas entre usuarios finales, actuaban como mediadores o *brokers*. Con el paso del tiempo comenzaron a garantizar las operaciones, pero sin ser contrapartida de las mismas. En la actualidad las entidades financieras toman posiciones en el mercado de permutas, ya sea como intermediarias (*dealers*) entre dos usuarios finales (dándole contrapartida a ambos, esto es, posicionándose como contraparte en dos permutas opuestas y compensables) o como contrapartes en sentido estricto, actuando como cualquier otro usuario final³⁸.

Las entidades financieras, pues, realizan una gran labor en la gestión de estos instrumentos financieros³⁹. Acercan partes que pueden tener intereses recíprocos y posibilitan la realización del contrato. Ofertan a los contratantes nuevos productos que permitan la cancelación o neutralización de una permuta en vigor mediante la participación en otro de signo contrario, y le facilitan la liquidación de las obligaciones resultantes⁴⁰.

La actuación de mediación, en la que la entidad financiera no asume ningún riesgo, le viene compensada por la percepción de una comisión. La actuación como usuario final o contraparte supone que la misma percibe, además de la comisión

³⁷ Cfr. ROSSEL I PIEDRAFITA, C., *op. cit.*, p. 227.

³⁸ Cfr. LAMOTHE, P. y SOLER, J.A., *Swaps y otros tipos...*, cit., p. 65.

³⁹ Sobre la intervención de una entidad financiera en un *swap*, puede verse ANTL, B., "El papel de un banco en la estructuración de las operaciones swap", en *Las operaciones swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*, cit., pp. 93-102.

⁴⁰ Sobre las modalidades de intervención y posición que pueden adoptar las entidades bancarias o financieras en los contratos de permutas, véase *infra* los agentes mediadores e intermediarios, en elementos personales del contrato (epígrafe 9, apartado 9.1.2).

de mediación, otra de liquidación de los cobros y pagos y, sobre todo, un canon o prima correspondiente al riesgo asumido por la entidad. Ello con independencia del margen financiero que pudiera obtener como parte en el contrato. También puede realizar operaciones meramente especulativas o no casadas, actuando de modo similar a como se gestiona cualquiera otra cartera bajo una perspectiva de riesgo global, lo que le obligará a dotar provisiones de riesgo⁴¹.

Una operación de permuta financiera es totalmente independiente de las operaciones de endeudamiento o financiación de cada uno de sus intervinientes. El posible fallido que se produzca en la operación de permuta financiera -riesgo de incumplimiento- no libera de las responsabilidades de pago de intereses y devolución del principal frente a los respectivos prestamistas. Precisamente este riesgo de incumplimiento de pagos ha dado lugar a la intervención de entidades financieras como intermediarias en este tipo de operaciones⁴², en las que suelen asumir compromisos de garantía, que les proporcionan el cobro de comisiones.

Para los grandes Bancos de inversión las permutas financieras en sí mismas son productos con entidad propia, estando dirigidos sus esfuerzos hacia la estandarización de los contratos, la homogeneización de su lenguaje y a dotar de mayor uniformidad a las prácticas contractuales con el fin de proveer al mercado de mayor liquidez. Con este mismo objetivo, en muchas ocasiones incorporan garantías colaterales para homogeneizar el riesgo crediticio de los contratos. En ambos casos las operaciones de permuta financiera son una fuente atractiva de obtención de ganancias fuera del Balance, así como facilitadoras de otro tipo de negocios como pudiera ser el aseguramiento de emisiones de títulos⁴³.

Además de estas funciones, cabe subrayar que los *swaps* tienen una gran relevancia en el aspecto comercial de las entidades financieras, dado que constituye un servicio más entre los ofertados a sus clientes. La flexibilidad que proporcionan en la gestión de activos y pasivos les permitirán incrementar la gama de productos ofertados, que pueden permitir a la clientela diversificar inversiones o costes financieros. Asimismo, los servicios de asesoramiento, documentación e informes comerciales son prácticas que también aportan ingresos a los Bancos⁴⁴.

⁴¹ Cfr. CEA GARCÍA, J.L., *Los contratos de permuta financiera...*, cit., pp. 41-44.

⁴² Cfr. MARTÍNEZ MARTÍN, M., "Swaps", cit., p. 1060.

⁴³ L. PÉREZ DE ARENAZA, L., *op. cit.*, p. 18.

⁴⁴ Sobre estas funciones especiales, ver MALOY, P., "Origen, historia,", cit., p. 15.

4. LA ESTRUCTURA DEL CONTRATO DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LOS SUJETOS

4.1. INTRODUCCIÓN

El contrato de permuta financiera es un contrato consensual que no necesita ningún requisito especial en cuanto a la forma para que produzca plenos efectos jurídicos, por lo que se rige por lo establecido en el artículo 51 del Código de Comercio, en relación con los artículos 1278 y ss. del Código Civil. Sin embargo, la complejidad de los pactos que incorpora ha aconsejado siempre su documentación en formulario, en póliza o en escritura pública con la intervención de fedatario público, dadas las consiguientes ventajas a efectos probatorios. Un contrato de permuta financiera se inicia mediante acuerdos telefónicos que posteriormente son confirmados por fax o correo electrónico⁴⁵, pero que debe desembocar en un contrato escrito firmado por ambas partes. Dado que usualmente intervienen empresas e instituciones financieras que tienen una gran presencia en el mercado, suele ser habitual la elaboración de contratos marco que sirven para regular incluso ulteriores acuerdos. La firma del contrato marco, con carácter normativo, facilita la extensión del acuerdo a otras operaciones y permite la concreción del mismo a través de la técnica de los anexos y confirmaciones singulares.

En los *swaps* es frecuente que la perfección del contrato se realice por medio de fax o correo electrónico, sin que las partes se encuentren en el mismo lugar, lo que plantea el problema de los contratos *inter absentes*, se seguirá lo dispuesto en el artículo 54 CCo.

En los supuestos particulares en que no se haya optado por la ley aplicable, para dirimir la *lex causae* habrá de tenerse en cuenta lo dispuesto en el artículo 10.5 del CC, que en último lugar remite a la ley del lugar de “celebración del contrato”. El lugar de celebración se presume que será aquél en el que se hizo la oferta (art. 54 CCo).

Digamos finalmente que el Tribunal Supremo viene estableciendo que si la contratación es telefónica se ha de entender que es entre presentes (STS de 3 de enero de 1948), y si se realiza por fax o medios telemáticos, la misma ha de interpretarse que es entre ausentes (STS de 30 de julio de 1996).

⁴⁵ El Anexo 2 del Contrato Marco SWAPCEMM contiene un modelo de confirmación en el que se detallan las especificaciones que, a título de ejemplo, deben tenerse en cuenta, así como otras cláusulas opcionales.

4.2. LA TÉCNICA DEL CONTRATO-TIPO

Los contratos tipo son fruto de la existencia de un mercado no organizado de permutas, en el que los intermediarios (*dealers* y *brokers*) y los creadores de mercado (*market-makers*) han generado un instrumento documental homogéneo y uniforme que posibilita eliminar muchos de los inconvenientes propios de la contratación de derivados OTC. La disponibilidad de estos acuerdos permite la firma casi de forma inmediata.

El desarrollo de estos instrumentos documentales viene cumpliendo varios fines, que han motivado su extensión y generalización. Las razones que han originado este uso generalizado son varias. En primer lugar, permiten agilizar el cierre de operaciones puesto que el marco normativo es claro, lo que posibilita, asimismo, concertar nuevas operaciones ligadas, dado que las estipulaciones y pactos están asumidos de antemano y son iguales. En segundo lugar, reducen costes de asesoramiento y redacción de contratos, y no obligan a instrumentalizar los contratos en documentos públicos. En tercer lugar, dan respuesta a las incertidumbres debidas a la participación de agentes de diferentes nacionalidades y a la falta de una terminología y una práctica uniformes. La primera dificultad se solventa primando en los contratos marco el sometimiento a una jurisdicción (incluidos los procedimientos arbitrales) y a una *lex causae*. La segunda, se supera mediante la introducción de definiciones aclaratorias y ciertos códigos uniformes. Por último, estos contratos pueden influir en el fortalecimiento del mercado al favorecer la transparencia y la liquidez del mercado primario y la expansión del mercado secundario, que ha facilitado en algunos países el nacimiento de entidades de compensación y la creación de instrumentos negociables⁴⁶.

Estos contratos tipo norman la celebración del contrato y las operaciones coligadas. Se ha querido ver en ellos una función parecida a los INCOTERMS⁴⁷, pero hay que decir que hoy en día responden a distintos conceptos. Los INCOTERMS persiguen introducir un determinado clausulado en los contratos a los que se refieren, en tanto que los contratos marco que nos ocupan son auténticos contratos que sirven de instrumento documental uniforme.

Esta homogeneidad de los contratos tipo, la inclusión de cláusulas estandarizadas y la posible aplicación de costumbres en el ámbito internacional en la materia, así como las resoluciones uniformes de una “jurisprudencia” arbitral podría dar lugar a plantearnos la cuestión de que los mismos determinaran una regulación del tráfico

⁴⁶ Sobre las razones y ventajas de su generalización, pueden verse: DE LA TORRE, A., *Operaciones de la permuta financiera*, Ariel, Barcelona, 1996. p. 152; ROSSEL, C., “Aspectos jurídicos, cit., pp. 84-86.

⁴⁷ Así, CUNNINGHAM, D., *op. cit.*, p. 26.

internacional que superara la técnica conflictual, como vía de afirmación de la *lex mercatoria*, y que, por ende, resultarían una posible fuente de la misma⁴⁸.

Asimismo, no debemos soslayar la relevancia que tiene la técnica documentaria del contrato tipo en cuanto a la articulación causal del contrato. Estos nuevos instrumentos financieros, nacidos en su mayor parte de la necesidad apremiante de crear nuevos actos jurídicos que den solución a los problemas de los empresarios, suelen carecer de apoyo en las obsoletas formas jurídicas que le permitan dar cobertura causal. Nacen como contratos atípicos, en los que en orden a la tutela jurídica necesitamos preguntarnos por la causa o función económica social que realizan. La reiteración de sus actos sirve para dotarlos de una tipicidad social que, en muchos casos, será suficiente para justificar la protección del ordenamiento jurídico a falta de una concreción más explícita de la causa⁴⁹, lo que supondrá a la postre la tutela jurídica de estos y otros instrumentos financieros nacidos *ex novo* a virtud de prácticas empresariales.

Otra cuestión digna de tener en cuenta es que a través de estas prácticas se va conformando un *corpus usus*, que, por atender a los criterios y exigencias de los usos de comercio nacionales e internacionales, pudieran incardinarse en el elenco de fuentes del ordenamiento jurídico y pudieran contribuir a colmar las lagunas legales y contractuales y ser aplicadas por los tribunales, como actos con valor normativo o interpretativo. Sin embargo, el análisis de este problema excede en exceso el objeto de nuestro trabajo.

4.3. LA ESTRUCTURA SUBJETIVA DEL CONTRATO MARCO

4.3.1. *El contrato marco*

La técnica de los contratos tipo o marco aplicada a las operaciones de permutas financieras surgen en el derecho anglosajón, y más concretamente en los Estados Unidos, donde los más utilizados son los modelos ISDA⁵⁰. En nuestro país, la

⁴⁸ Más adelante, en el epígrafe 13, con objeto de estudiar el contrato de permuta financiera internacional, nos ocuparemos con mayor profundidad de esta cuestión.

⁴⁹ Tal como ha ocurrido con el crédito documentario, a cuyo propósito la STS 26 de octubre de 1986 acaba consagrando el criterio de abstracción funcional.

⁵⁰ Los modelos ISDA son los elaborados por la asociación estadounidense denominada *International Swap and Derivatives Association* (antes conocida como *International Swap Dealer Association*). El primer modelo fue creado en 1985 para los *swaps* de intereses denominados en dólares. No era propiamente un contrato tipo, sino que se limitaba a recoger ciertas definiciones y cláusulas que podrían después ser incorporados a los contratos. El primer contrato tipo ISDA data de 1987, que regula las permutas de intereses. Posteriormente, fueron naciendo otros contratos tipos sobre divisas e intereses. En la actualidad, existen varios modelos según se refieran a permutas de divisas, de tipos de interés o combinadas, y que van adaptándose en continuas revisiones según las necesidades del mercado. Cfr. VEGA VEGA, J.A., *El Contrato de Permuta Financiera (Swap)*, cit., pp. 121 ss.

importación de estas técnicas ha tenido un reflejo casi especular en instrumentos creados por organismos ligados al mercado financiero. Así han nacido el SWAP-CEMM⁵¹, para los contratos de permuta financiera de intereses nominados en pesetas, y el de la Asociación Española de Banca (AEB), para operaciones financieras en general⁵².

El contrato tipo es un acuerdo normativo, refleja el marco que regulará todas las posibles operaciones de esa clase que se celebren en el futuro entre las partes. Por eso es importante tener en cuenta no sólo el contrato marco en sí, sino los Anexos del contrato (*Schedules*, en ISDA), donde se especifican distintas estipulaciones especiales que pactan las partes en cada operación⁵³, así como los documentos de Confirmación (*Confirmation*), que determina las especificaciones y elementos propios de las permutas (cantidad notional, intereses, divisa, etc.).

Los contratos marco frecuentan incluir en las primeras cláusulas definiciones explicativas y delimitadoras de los términos y conceptos utilizados en el contrato. También suele contener ciertas declaraciones y garantías (*representations and warranties*), que, en definitiva, tienen la condición de actos propios que obligan a las partes de cara al cumplimiento o interpretación del contrato, caracterizado por la buena fe. De este modo, el contrato marco SWAPCEMM, en su Estipulación Cuarta, establece, entre otras, las relativas a la capacidad de las partes, la no existencia de normas estatutarias o contractuales que invaliden el contrato, la validez de las obligaciones asumidas, la inexistencia de conocimiento de estar incurso en causas de resolución y la obligación de notificar a la otra parte la incursión en causa de resolución.

En esencia, un contrato de permuta financiera, para su seguridad, deberá contener una serie de menciones básicas que permitan ejecutar e interpretar el contrato, además de otras más particulares. Señalemos las siguientes como más importantes:

1) *Partes intervinientes*: Deberá identificarse claramente los usuarios finales y, en su caso, los intermediarios o garantes que suscriban el contrato, como hemos señalado anteriormente. Debido a la internacionalización de las permutas financieras, es importante que en cada contrato se identifique perfectamente la persona o entidad que contrata, su personalidad jurídica y su capacidad para contratar, dado que esta información es básica para evaluar el riesgo de crédito asumido.

⁵¹ Este modelo de convenio marco ha sido elaborado, con fecha 4 de octubre de 1988, por la española Comisión de Estudio del Mercado Monetario, que, en cierta medida, sigue a los modelos ISDA y BBAIRS (aprobado por la British Bankers' Association).

⁵² El Contrato marco de las Operaciones Financieras de la Asociación Española de Banca fue aprobado en enero de 1997.

⁵³ La Estipulación 1.1. del AEB alude a que el propio documento y los anexos forman una unidad, y tienen el carácter de contrato Marco. En análogos términos el artículo o sección 1 del ISDA.

2) *El principal teórico o nominal*: Es la cantidad o importe que tendrá el instrumento de deuda sobre el que realizan las liquidaciones de intereses u otras de distinto signo que se compensan, para hallar el pago neto resultante de los usuarios finales. Generalmente será una misma cantidad a lo largo del contrato, pero puede aumentar en las permutas crecientes, reducirse en las decrecientes, u oscilar en las permutas de diente de sierra. En las permutas de divisas es obvio que el principal no es teórico sino real.

3) *La divisa*: Es la moneda de referencia en las permutas en las cuales deben cumplirse las obligaciones, que como ya hemos explicitado es la misma para las corrientes de flujos que abonan recíprocamente en las permutas de tipo de interés o de índices, y distintas para los supuestos de permutas de divisas.

4) *Los tipos*: Tipo fijo es el que se aplicará a las cantidades a abonar por el pagador fijo, y que una vez acordado en la fecha de contratación será constante a lo largo de todo el periodo contractual. Tipo variable es el tipo de referencia (*EURIBOR*, precio del crudo, etc.) en base al cual se calcula la corriente de flujos variables, siendo este revisado con la frecuencia pactada en el contrato. Por eso, no solo es importante establecer el tipo de referencia, sino la fuente de información a la que recurrir para realizar las sucesivas revisiones.

5) *Referencia de liquidación*: Es el sistema o procedimiento acordado por las partes en el momento de la contratación para determinar el tipo para la liquidación (ejemplo: pantallas electrónicas *REUTER* y *TELERATE* en las permutas de tipo de interés o *IBEX* en la de índices bursátiles)⁵⁴.

6) *Las fechas y periodos*: En un contrato de permuta que no tiene una ejecución puntual y que, por tanto, no se agota con la realización de una única prestación, sino que, normalmente, se establece un calendario de liquidaciones o compensaciones, es importante atenerse a las fechas pactadas en el mismo que van a determinar los periodos de cumplimiento. Varios momentos jalonan la vida de esta operación y que deben tenerse en cuenta la fecha de contratación y la fecha de entrada en vigor, así como las fechas de liquidación, resolución y vencimiento.

⁵⁴ La Especificación Primera, letra N) del Contrato Marco SWAPCEMM dispone: "Por referencia de liquidación SWAPCEMM se entenderá aquel sistema o procedimiento que permite determinar el tipo para la liquidación. Dicho tipo de interés será el que se publique en las pantallas electrónicas para la liquidación de 'swaps de intereses' (fijo contra variable) denominados en pesetas, de las agencias *REUTER* y/o *TELERATE*, siendo el resultante de aplicar las mismas para su determinación, la cual figura en el Anexo 1 de este contrato".

4.3.2. Anexos y documento de confirmación

El Anexo (*Schedule*) es un documento en el que se recogen los pactos especiales de las partes como elementos integrantes del contrato. Estas condiciones serán también aplicables a las permutas que se contraten en el futuro. El modelo SWAPCEMM contiene en dichos documentos normas para la determinación de tipos de interés de liquidación “*swap*” a través de la pantalla electrónica (Anexo 1), así como las normas para la determinación de la rentabilidad de una inversión en deuda pública del Estado español (Anexo 3). Por su parte, el AEB y el ISDA recogen las opciones de los contratantes para contratar en distintos supuestos, con diferentes opciones según se trate de uno u otro modelo, (domicilio, fuero, representaciones, pagos por terminaciones anticipadas, etc.). En síntesis, los Anexos son una especie de personalización del contrato marco, una adecuación del mismo a las necesidades específicas de las partes. Pero siguen teniendo un carácter general, en cuanto que se entienden como un añadido al contrato marco y regula todas las operaciones futuras que celebren las partes.

La Confirmación es el documento que recoge las reglas particulares de cada permuta financiera celebrada entre los usuarios finales. Incluye el establecimiento de cantidad nominal, tipo de interés, divisa a pagar por las partes, fecha de pago, domiciliación de pagos, etc. Es, en definitiva, un reflejo puntual y concreto de las obligaciones específicas de las partes para una operación concreta. El contrato SWAPCEMM recoge el modelo de confirmación en el Anexo 2. El AEB contiene normas sobre confirmaciones en la Estipulación 70.

5. RECAPITULACIÓN

La permuta financiera puede catalogarse como un contrato principal, atípico, mercantil, consensual, sinalagmático, oneroso, conmutativo y de duración continuada. La duda se presenta en cuanto a la calificación del mismo por la función económica perseguida por las partes o lo que es lo mismo por su estructura objetiva o causal, así como por el criterio subjetivo.

Desde el punto de vista subjetivo, algún sector de la doctrina ha encuadrado las permutas financieras dentro de los contratos bancarios. Sin embargo, el contrato de permuta financiera, aunque haya nacido a la sombra de la actividad bancaria y en la mayoría de los casos intervenga un Banco, no está cualificado necesariamente por la operación bancaria ni por la intervención de una entidad financiera, ya que pueden darse operaciones de *swaps* entre agentes económicos no bancarios o, incluso, entre personas que no sean empresarios. De hecho, las

entidades financieras se acercan a estos contratos como *dealers* o *market-makers*, más que como usuarios finales. Debemos, por ende, descartar esta catalogación.

Respecto al contenido de las prestaciones o criterio objetivo, la mayor parte de la doctrina viene sosteniendo que nos encontramos en presencia de un contrato de cambio. Esta tesis también presenta fisuras. El objeto de la permuta es una medida de valor y no una cosa. Este extremo está claro en las permutas de intereses o de índices, en las que las partes no se intercambian ni dinero ni bienes específicos. La cuestión podría ofrecer más dudas en la permuta de divisas referida solo a los principales. Sin embargo, este tipo de permutas no se da en la práctica. Pero es que, además, existen aspectos que no permiten concebir que en esta clase de permutas financieras lata la idea de “dar una cosa para recibir otra”. Tampoco hay que olvidar que muchos inversores se acercarán a estas figuras contractuales con el único propósito de especular o mejorar sus activos, cuyo designio escapa a los típicos contratos de cambio.

Con estos antecedentes podemos concluir que el contrato de permuta es un contrato financiero. Responde a los nuevos instrumentos que han surgido en el mercado para beneficiarse de ciertas prácticas económicas, nacidas con el fin de procurarse coberturas de riesgos o el simple arbitraje en los mercados. Por eso, el *swap* en sus principales manifestaciones se revelará como un contrato de colaboración financiera, dado que es patente que existe una colaboración entre empresas tendente a reducir mutuamente los costes de transacciones o a eludir barreras legales al libre movimiento internacional de capitales (*swaps* de divisas), o basada en el hecho de que son operaciones consideradas fuera de balance, o incluso que actúan como instrumentos recíprocos de cobertura de riesgos de precios (interés, divisa y materias primas), por lo que se evidencia un fin común-medio (*mezzo-scopo*).

Desde el punto de vista de la relevancia de los intervinientes, hay que significar que en la permuta financiera se puede hablar de varios tipos de sujetos. De un lado, las partes contratantes propiamente dichas de la permuta, que se denominan usuarios finales, que son los que tienen interés en cambiar posiciones a cierto plazo para enjugar riesgos, financiar sus empresas o sencillamente especular. Y, de otro, los intermediarios financieros y agentes mediadores, cuya participación únicamente se da en las permutas intermediadas, pero que hay que señalar que son la mayoría en la práctica. Estos agentes acercan posiciones y hacen posible que muchas permutas se lleven a la práctica. A veces hacen funciones de contraparte para que puedan ejecutarse los swaps, obteniendo por ello su comisión. Su participación en estos casos es a título de usuarios finales, aunque no tengan la finalidad de asumir ninguna función propia de los swaps e intervienen

exclusivamente para promover el contrato. Sin embargo, en estos casos, de cara a terceros sus obligaciones y derechos son los propios de los sujetos principales.

Finalmente digamos que, en conexión con el contrato principal y las partes, existen otro tipo de intervinientes, como son aseguradoras, avalistas, etc., que no son partícipes en el contrato en sí, esto es, no entran en la relación negocial directa, pero que tienen gran influencia, ya que al cubrir o asegurar el riesgo hacen posible que el contrato de permuta financiera se lleve a la práctica, y si asumen garantías solidarias tendrán que responder por la parte avalada.

La *Revista de Estudios Económicos y Empresariales* recibió este artículo el 30 de julio de 2020 y fue aceptado para su publicación el 17 de septiembre de 2020.