

LA NEGOCIACIÓN DE *SWAPS* Y *BARTERS* EN LOS MERCADOS DE VALORES

(Swaps and barbers trading on stock markets)

JOSÉ ANTONIO VEGA VEGA
Catedrático de Derecho Mercantil

ÍNDICE.- SUMARIO.- RESUMEN.- 1. CONSIDERACIONES PREVIAS. 1.1. Planteamiento. 1.2. Caracterización de la permuta financiera. 1.3. El comercio bilateral.- 2. PROBLEMÁTICA DE LA NEGOCIACIÓN DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS Y COMERCIALES.- 3. NEGOCIABILIDAD EN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA. 3.1. Negociación en mercados secundarios oficiales. 3.2. Sistema multilateral de negociación. 3.3. Sistema de internalización sistemática. 3.4. Negociación en otros mercados secundarios regulados.- 4. DIFICULTADES PARA LA NEGOCIACIÓN. 4.1. Introducción. 4.2. Soluciones ante posibles problemas de negociación.- 5. POSIBILIDADES DE ORGANIZACIÓN DE MERCADOS SECUNDARIOS REGULADOS DE PERMUTAS FINANCIERAS Y COMERCIALES.- 6. RECAPITULACIÓN.

RESUMEN:

La permuta comercial se refiere a operaciones internacionales o nacionales las que las empresas se comprometen a aceptar el pago en forma de bienes o servicios. Hay muchas formas de intercambio compensatorio. La permuta comercial se ha extendido como una forma de financiar operaciones comerciales para reducir los riesgos o superar los problemas relacionados con las divisas. 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*) y de permutas comerciales (*barter*), en las que una parte acreedora de derechos de crédito o compensatorios (por obligaciones de entrega de numerario, mercancías o prestación de servicios) permite que las posiciones puedan ser cedidas a terceros, lo que faculta su negociación en mercados secundarios, oficiales o

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

Clasificación JEL: K29

ABSTRACT:

Barter is a category of international or national trade in which an enterprise agrees to accept payment in the form of goods or services. The number of alternatives being used as mechanisms for the exchange of goods and services has grown in volume and acceptance. There are many forms of countertrade. The barter has become popular as a means of financing international trade to reduce risks or overcome problems associated with various national currencies. 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 and barter in which a party is a creditor of credit rights or countervailing (by obligation to deliver cash, commodities or services), allows that the positions could be yielded to third parties, that authorizes his negotiation on secondary, official markets or not.

Keywords: Countertrade, Market, Swap, Barter, Money, Stocks, International Trade.

JEL classification: K29

1. CONSIDERACIONES PREVIAS

1.1. PLANTEAMIENTO

Las convulsiones y crisis económicas tienen el efecto de producir importantes reajustes comerciales y financieros en las empresas, lo que, junto a los avances tecnológicos, acaba a la postre modificando los principios sobre los que se articula el intercambio de bienes y servicios¹. De ahí que en los periodos de incertidumbre económica las empresas persigan optimizar sus resultados². Estos cambios obligan a los empresarios, en aras a alcanzar beneficios, a procurarse una estrategia innovadora. La innovación, desde la óptica del mercado, se concibe como un complejo proceso orientado a la creación de novedades con significado económico y que afecta a la capacidad emprendedora y competitiva de las empresas³. Pero la innovación, desde el punto de vista del tráfico económico, en multitud de ocasiones necesita cobertura jurídica. La norma jurídica –la norma siempre va a la zaga de los conflictos surgidos en el mercado–, con el paso del tiempo, otorga carta de naturaleza a instituciones que nacen al socaire de prácticas nacidas por el uso profesional, y de esta forma regula institutos que afloran en el ordenamiento jurídico al socaire de la necesidad económica subyacente.

La innovación financiera y comercial comprende un complejo proceso que abarca desde la creación de nuevos mercados e instituciones hasta el desarrollo de múltiples técnicas operativas instrumentadas en los denominados contratos financieros, terminando con un amplio juego de garantías para todas estas nuevas operaciones⁴.

¹ Los cambios se acentúan más en periodos de crisis, en los que la actividad económica se sujeta a la normativa interna de los Estados, con claras connotaciones intervencionistas, lo que contribuye al auge del comercio bilateral. Puede verse: BONET MONER, B., “Intercambio y Barter, auge de una forma de comercio internacional”, en *Countertrade y Barter*, Editorial Instituto de Empresa, Madrid, 1983, pág. 5.

² Como han subrayado CARLOS ARIAS, X. y CABALLERO, G., las instituciones son las reglas de juego que rigen el comportamiento de los sujetos, a los que proporciona la estructura de incentivos para incidir sobre los costes de transacción en el ámbito económico y –añadiríamos nosotros– que sirven para conformar las modalidades contractuales en el tráfico económico jurídico. Vid. “El retorno de las instituciones y la teoría de la política económica”, en *La política económica en tiempos de incertidumbre* (Editores M. Esteban y F. Serrano), Ed. Netbiblo, A Coruña, 2006, pág. 6.

³ Cfr. MARTÍNEZ ROMÁN, J.A., *Análisis y modelización del comportamiento innovador de las empresas*, CES, Sevilla, 2010, págs. 23 y 123.

El resultado ha sido la aparición de un conjunto de instituciones y fórmulas nuevo cuño que han permitido diseñar una estrategia financiera y comercial a agentes económicos bastante diferente de la que venía practicándose tradicionalmente, y en la que la gestión del riesgo en sus distintas manifestaciones ocupa lugar destacado al lado de otros objetivos no menos importantes, como el ahorro costes financieros, la liquidez de las inversiones⁵ o la apertura de nuevos mercados

1.2. CARACTERIZACIÓN DE LA PERMUTA FINANCIERA

Las crisis energética y monetaria de los años setenta del siglo pasado provoca una profunda convulsión económica que dio lugar a acusadas modificaciones en la gestión empresarial y, de modo especial, en su vertiente financiera⁶. Los obsoletos instrumentos jurídicos existentes en la época no satisfacían las necesidades de empresarios, de ahí que el desarrollo producido en los campos tecnológico, científico y económico, así como los procesos de liberación de los mercados y mundialización de la economía, originó la creación de nuevos instrumentos financieros⁷. En ellos, ocupa un lugar destacado la operación conocida como permuta financiera *swap*⁸, cuya gestación se configura de forma progresiva a través de la incorporación en los negocios jurídicos de diferentes cláusulas que se introducen como reacción jurídico-económica a las diferentes necesidades que se producen en el ámbito financiero de la empresa.

⁴ SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L., WANDEN-BERGHE LOZANO, y J.F. GONZÁLEZ CARBONELL: *Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros, swaps*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1993, pág. 21.

⁵ CEA GARCÍA, J.L., *Los contratos de permuta financiera (swaps)*. *Gestión financiera y análisis contable*, pág. 9.

⁶ Un estudio más completo sobre la permuta financiera o *swap*, puede verse en nuestra obra: VEGA, J.A., (swap), Ed. Aranzadi, Cizur Menor, 2002, págs. 22-40.

⁷ Vid. MILLER, M., *Financial Innovation and Market Volatility*, Ed. Basil Blackwell, Oxford, 1993, págs. 10 ss.

⁸ El origen de este instrumento financiero hay que buscarlo en el Reino Unido, como reacción a los costes extraordinarios impuestos por las normas de control de cambio y la fluctuación de tipos de interés. Sobre el origen de la permuta financiera puede verse: AGUILÁ, J., GUAL 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), págs. 1

La aparición y el auge de la permuta financiera en los últimos años no es casual y obedece 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.

El contrato de permuta financiera se justifica, pues, porque presta determinadas funciones económicas en relación con operaciones financieras principales pasivas o activas de las empresas 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 préstamos¹⁰, 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 tendrá el atractivo de 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 operaciones fuera de balance así como la pura especulación financiera son otros de los atractivos de las permutas financieras.

1.3. EL COMERCIO BILATERAL

En tesituras de crisis económicas, el desarrollo de las estrategias de mercadotecnia, la revisión de los objetivos comerciales y los estudios de mercado han hecho nacer igualmente nuevas fórmulas que permiten superar los conflictos que surgen en economías con dificultades para el intercambio monetario o multilateral¹¹. Un ejemplo es la permuta comercial o *barter*¹², que forma parte del denominado comercio de compensación y que se presenta como una antigua institución con renovada estructura para dar cobertura a un comercio bilateral que contradice los más ortodoxos sistemas de libre comercio, a la vez que busca innovar en los sistemas de pagos sin apenas utilizar valores monetarios¹³.

⁹ Cfr. SÁNCHEZ VALDERRAMA, J.L., *et alt.*, *op. cit.*, pág. 22. También puede consultarse LA-MOTHE, P y SOLER, J.A., *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Ed. McGraw Hill, 1977, págs 17-25.

¹⁰ Vid. WALLEY, M., "Interest rate and currency swaps". Trabajo presentado al *Simposium de la OCDE sobre Nuevos Instrumentos Financieros*, París, 1988, pág. 2.

¹¹ Para una mayor información, puede verse nuestra obra: VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta comercial (Barter)*, Ed. Reus, 2011, págs. 26 ss.

¹² COHERN, S.S. y ZYSMAN, J., "Countertrade, Offsets, Barter and Buybacks, California Management Review, Winter 1986, Vol. 28, Issue 2, pág. 41.

La permuta es una institución clásica que con la implantación del dinero evolución del comercio fue perdiendo su importancia en favor de la compraventa. Sin embargo, el desarrollo y evolución de la actividad económica en una sociedad en crisis, lejos de propiciar el abandono de este instituto, han dado lugar a figuras derivadas que han venido a satisfacer necesidades sociales y económicas.

La permuta comercial o *barter* se gesta de forma progresiva a través de la incorporación en los negocios jurídicos de diferentes cláusulas de comercio compensación como reacción jurídico-económica a las distintas necesidades que se desprenden de todos los cambios económicos, financieros y tecnológicos que producen en el mercado¹⁴. El *barter* es una modalidad de comercio de compensación o *countertrade*, que surge cuando las circunstancias económicas aconsejan un comercio bilateral caracterizado por el intercambio directo de bienes, valores o servicios sin apenas intervención de unidades monetarias.

Dada su naturaleza jurídica, la permuta comercial ha tenido necesariamente que configurarse de forma paulatina en virtud de la evolución de otras instituciones que permitieran gestionar los riesgos y cubrir la falta de liquidez y el endeudamiento de las empresas, así como alcanzar nuevos mercados. El sistema de *barter*, como modelo de intercambio de bienes o de prestación de servicios recíprocos, inició en Suiza por el World Investment Report Bank, en el año 1934, como consecuencia de la escasez de moneda después de la crisis financiera de 1929. Encontró un gran desarrollo a mediados del siglo veinte en la Europa del Este sobre todo en lo referido al intercambio de materias primas con terceros países. En Europa Occidental, pese a la reticencia de los organismos internacionales, encontró su acomodo con la crisis económica y monetaria de los años setenta de la pasada centuria.

¹³ JIMÉNEZ HERRERO, L.M., *Cómo comerciar en el actual mercado internacional*, Ed. Cámara de Comercio e Industria de Madrid, 2ª ed., Madrid, 1988, pág. 9.

¹⁴ Cfr.: MEYRIER, F., *Droit et pratique du Commerce International*, Paris, 1, 1986, págs. 9-10 ss.; MILLER, M., *Financial Innovation and Market Volatility*, Ed. Basil Blackwell, Oxford, 1991, p. 10 ss.; TORNABELL CARRIO, R., "Innovaciones financieras *swap* y *cap*", en *Información Comercial Española*, núm. 629 (enero 1986), págs. 99 ss.; DEL BARRIO TELLADO, M.J., *Aspectos contables de las operaciones de permuta financiera (SWAPS) y comercial (Barter)*, Ed. AECA, Madrid, 2000, pp. 195-196; VERZARIU, P., "The evolution of international barter, countertrade, and offsets: a survey of the 1970s through the 1990s", US Department of Commerce, 2000, págs. 14-31.

¹⁵ Vid. COMMANDER, S. y MUNNSEN, C., "Different types of Non-Monetary Transactions in Russia", en *The Vanishing Rouble: Barter Networks and Non-Monetary Transaction in Former Soviet Societies*, Cambridge Press, Cambridge, 1999, págs. 35 ss.

A pesar de que los foros internacionales propugnan un orden económico mundializado o globalizado, no es menos cierto que, en casi todo momento, un gran número de gobiernos auspician políticas comerciales de claro signo proteccionista¹⁶. Ante estas perspectivas comerciales, con prácticas que restringen y coartan el libre intercambio multilateral basado en la respuesta monetaria, se incrementa, como remedio adecuado para impulsar el intercambio de bienes y servicios, el comercio de compensación o recíproco, que viene impuesto sobre todo por países en vías de desarrollo que se encuentran con serias dificultades para acceder a un comercio multilateral¹⁷.

Especialidad de la permuta comercial que practican empresarios y profesionales (*corporate barters*)¹⁸ es la utilización de unidades monetarias (*barter credits*), de base fiduciaria, que, al tener una función compensatoria, facilitan la realización de contratos de distinta naturaleza y el intercambio indistinto de bienes o servicios.

2. PROBLEMÁTICA DE LA NEGOCIACIÓN DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS Y COMERCIALES

Aunque la permuta financiera y la permuta comercial no son instituciones que ofrezcan demasiados rasgos comunes, sin embargo, los problemas derivados de la posible negociación o cesión de las posiciones asumidas por los intervinientes presenta problemas análogos. De ahí que podamos analizar juntas la contratación de ambas instituciones en mercados secundarios regulados o, en su caso, en mercados OTC.

¹⁶ Vid. WIDELL, M., "Some reflections on Babylonian exchange during the end of the third millennium BC", *Journal of the Economic & Social History of The Orient*, Vol. 48, núm. 3 (septiembre de 2005), págs. 388-400.

¹⁷ Cfr. CARDONE, C., "Análisis de la práctica del comercio de compensación en España", *Información Comercial Española*, núm. 729 (mayo 1994), págs. 109-124.

¹⁸ El barter al que nos referimos excluye obviamente a la permuta de contenido doméstico, que normalmente tiene lugar entre particulares como una forma de supervivencia o renacimiento del antiguo trueque. Tampoco englobamos en este estudio del comercio minorista de permutas comerciales.

Sobre el comercio minorista de permutas ya existe una variada literatura. A guisa de ilustración, puede consultarse: CRESTI, B., "US domestic barter: an empirical investigation", *Applied Economics*, núm. 37 (2005), págs. 1953-1966; ELSLEY, R.W./STRANGE, W.C., "Knowledge barter in cities", en *Journal of Urban Economics*, núm. 54 (2004), págs. 327-345.

El vigente Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, reg con carácter general la negociación de instrumentos financieros, entre los que cabe incluir contratos de permutas (cfr. arts. 2 y 65 LMV) o, con más precisión, la posición asumida por cada contraparte en estos contratos, en los que, en caso del *barter*, también se utilizan derechos o valores económicos conocidos como *barter credit*, unidades *barter*, etc., y a los que, en general, pueden asociarse activos subyacentes de permutas financieras y comerciales¹⁹.

Sin embargo, la índole de las permutas comerciales y financieras plantea mayores problemas que los valores y los futuros y opciones en lo atinente a su negociación en un mercado secundario oficial o regulado. La LMV no concreta la noción de instrumento financiero, ni explicita las características de estos instrumentos derivados por lo que las condiciones de negociación y de compensación deberán ser objeto de desarrollo reglamentario, siendo preciso, además, su normalización mediante la elaboración de las pertinentes condiciones generales según el reglamento propio del mercado secundario oficial. A favor de la negociación de activos de esta índole, encontramos la flexibilidad alcanzada por el LMV que permite negociar junto a los valores tradicionales, otros instrumentos financieros.

Somos conscientes de que estos objetivos básicos, además de las dificultades propias de todo contrato que emerge con tintes novedosos en el tráfico jurídico, tienen una dificultad añadida, cual es el sustrato económico-financiero que presta. Desde el punto de vista empresarial, este tipo de negocios se revela como exponente de transacciones que alberga múltiples formas de intercambios y va desde el denominado comercio de compensación (*countertrade*) hasta el mercado de divisas e intereses.

La posibilidad de intercambiar las posiciones asumidas en una operación de permuta financiera o comercial diferida o a plazo, en la que se es acreedor de derechos económicos (por obligaciones de pago de intereses o divisas, entrega de mercancías, prestación de servicios, etc.) permite que esas posiciones puedan ser cedidas a terceros lo que faculta su negociación en mercados secundarios, oficiales o no.

Los *swaps* y los *barterers* son calificados habitualmente como operaciones O

¹⁹ El art. 2., en relación con el art. 65, de la LMV, incluye como instrumentos financieros negociables, sometidos al imperio de dicha ley, a opciones, futuros, acuerdos de tipo de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, así como contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o en especie, etc., con lo que claramente pueden ser objeto de negociación los instrumentos financieros derivados de *barterers* y *swap*

(*over the counter*) o “a medida”²⁰. Es decir, los contratos son elaborados en función de las necesidades de los contratantes en cada momento, por lo que se realizan fuera de los mercados organizados o regulados, habida cuenta que las condiciones particulares (nacionales, tipos, vencimientos, etc.) se pactarán según conveniencias, aunque hay que señalar, no obstante, que existen modelos normalizados con cláusulas generales o contratos marco que se utilizan para la negociación. Ello implica una relación directa entre las dos partes contratantes, sin que exista ninguna entidad u órgano que se interponga jurídicamente entre ambas, a diferencia de los mercados organizados o regulados en los que la negociación se instrumentaliza a través de un órgano denominado “Cámara de Compensación” (*Clearing House*), cuyas funciones se corresponden con las que suelen asumir las sociedades rectoras de los mercados en nuestro ordenamiento jurídico. Esta característica hace de los instrumentos financieros OTC herramientas altamente flexibles para la gestión empresarial, pero supone un obstáculo a la consecución de la liquidez que caracteriza los mercados regulados, por cuanto la liquidez de estos mercados es fruto tanto de la estandarización de los contratos como de la existencia de cámaras de compensación que actúan como garantes del cumplimiento de las obligaciones pactadas. No obstante, los mercados de contratos de permutas financieras y comerciales, a través de la estandarización, han ido evolucionando desde su nacimiento, acercándose a las características de los mercados organizados.

Las permutas financieras y comerciales, además de las aplicaciones que proporciona la concertación de las mismas en un primer proceso formativo (que no podremos denominar “mercado primario”, ya que no existe una oferta pública inicial o emisión del instrumento financiero), tienen una ventaja añadida, cual es la posibilidad de negociarse en un mercado secundario, regulado o no, permitiendo en determinados momentos ceder dicho instrumento, con el activo subyacente, a un tercero.

²⁰ Los mercados *over-the-counter* (OTC) (también conocidos en terminología francesa como *gré-à-gré* o *vis-à-vis*) no están inscritos, ni son oficiales, y su regulación por la Administración es mínima. Responden a concretas necesidades de cobertura o especulación de las partes. Suele decirse que los activos que se negocian se hacen bajo el criterio de *intuitu personae*, frente a la negociación impersonal de los mercados de valores regulados. Sobre el particular, puede verse COSTA RAN, L., “Innovaciones instrumentales y normativas en el campo de la ingeniería financiera al servicio de la empresa (1989-1991)”, *Esic Market*, octubre-diciembre 1991, pág. 14; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Opciones normalizadas*, Ed. Dykinson, 1999, págs. 170-177.

Por ello, varias son las posibilidades hipotéticas de negociación que se presenten para estas nuevas permutas cuando actúan como un instrumento financiero:

1) Cesión total de la permuta a un tercero, que asume la posición de usuario final, subrogándose en los derechos y obligaciones del cedente. Se trata de supuesto de cesión contractual en la que existe una novación subjetiva. Una de las contrapartes, con el consentimiento de la otra, cede su posición a un tercero. Los problemas que se suscitan no son otros que los derivados de cualquier cesión negociada diferida, que por otra parte no se regula con carácter general ni en el ámbito civil ni en la esfera mercantil. Para que tenga lugar el instituto de la cesión es necesario que exista una relación obligacional con prestaciones recíprocas que se encuentren total o parcialmente pendientes de ejecución, extremo que se da en las permutas no cumplidas o de tracto sucesivo, habida cuenta que, en definitiva, se trata de compromisos de pagos mediante entregas de mercancías o prestación de servicios que están cuantificados. Para que sea válida la cesión del contrato es preciso, por tanto, que junto al acuerdo entre el cedente del contrato y el cesionario exista el consentimiento del “permutante cedido”, quedando el cedente -sobre el pacto en contrario- liberado de sus obligaciones, que son asumidas por el cesionario. Dado que estos contratos suelen estar avalados, ha de significarse que las garantías contraídas por terceros se extinguirán si los garantes no consienten el cambio de usuario final, esto es, de deudor.

2) La cesión parcial a otra u otras personas. Se trataría en este supuesto de un tercero asuma algún derecho particular del contrato. Estaríamos en presencia de una cesión de crédito. La cesión de créditos, como contrato relativo a la transmisión de los mismos, se regula bajo las normas de la compraventa, lo que ha de entenderse que esta es la única forma posible de transmisión (arts. 1526-1536). En el Código de Comercio la regulación se contiene de forma independiente en el régimen jurídico de los contratos (arts. 347 y 348). Esta sistemática permite en el ámbito mercantil una interpretación más amplia, dado que el rótulo del título alberga una forma diferenciada a la compraventa, a la permuta y a la cesión de créditos.

No existe óbice para que puedan permutarse derechos -a excepción lógicamente de los personales y personalísimos- y, por ende, créditos. En virtud de esa sucesión jurídica en la relación obligatoria, se produce un cambio de acreedor permaneciendo inalterada la obligación. Todo negocio jurídico debe obedecer a una causa, que en el caso de un contrato de permuta comercial es la obtención de fines lucrativos para la empresa o actividad económica del empresario, por lo que esta justificación legitimará tanto las transmisiones desde el punto de vista causal. En cuanto al objeto concreto de

cesión, significar que podrán ser tanto los créditos en general, a los que se refiere el Código Civil, siempre que tengan una trascendencia para la empresa y encajen en el objeto negocial de la permuta comercial, como aquellos otros que sean de carácter mercantil.

El cedente responderá de la legitimidad del crédito y de la personalidad con que se hizo la cesión, pero no de la solvencia del deudor, salvo pacto en contrario (art. 348 CCom). Es palmario que, desde el punto de vista práctico, solo tendrá relevancia la cesión de créditos en su vertiente pasiva o activa, ya que la transmisión de otros efectos del contrato carecería de sentido. En cualquier caso, la cesión parcial del contrato de permuta comercial o de permuta financiera tiene sus especialidades, habida cuenta la naturaleza recíproca del mismo. Ambas contrapartes son titulares de créditos y asumen obligaciones recíprocas, por lo que, desde el punto de vista operativo, se producirá a la vez una cesión de crédito y una asunción de obligación o deuda. Nos encontraríamos en estos casos, portanto, ante una situación singular derivada de una subrogación en el crédito (art. 1212 CC) y una asunción de deuda u obligación por parte de la misma persona, para lo cual será necesario el consentimiento del acreedor (art. 1205 CC). Aceptada por una parte (acreedor-deudor) la asunción liberatoria, la insolvencia del nuevo deudor no autoriza al acreedor para dirigirse contra el antiguo, salvo en los supuestos establecidos en el artículo 1206 del Código Civil. El cambio de deudor sin consentimiento de los garantes también supondrá la extinción del aval, dado que existe una novación extintiva (art. 1847 CC).

3) De cara a su negociación en un mercado secundario regulado, las nuevas permutas, a diferencia de los valores mobiliarios, únicamente podrán ser puestas en circulación a través de un proceso distributivo exento de oferta pública inicial y de aceptación pública masiva, por lo que de llevarse a efecto su negociación, los mercados de permutas comerciales se configurarían como secundarios o de negociación, lo que permite por exclusión afirmar la inexistencia de mercados primarios o de emisión de permutas comerciales. De ahí que no podamos hablar de “emisión” en sentido estricto, sino que a ese proceso deberíamos llamarlo “proceso formativo”, entendido como el itinerario previo a su negociación futura, en el que deberían incluirse dos fases: la primera dedicada a la preparación de la negociación o generación de condiciones generales (que normalmente se produce a través de acuerdos marco –*master agreement*-), y la segunda, a la negociación por las partes, lo que nos daría un proceso similar a los mercados de opciones y futuros.

3. NEGOCIABILIDAD EN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

3.1. NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

La posibilidad de negociar las permutas financieras y comerciales -o me dicho, la posición asumida por las partes en estos contratos- viene establecida el artículo 2 LMV, que, a propósito del ámbito de aplicación de la Ley a valo negociables y otros instrumentos financieros, recoge los instrumentos negociab en los que pueden encajar las permutas comerciales y financieras.

Es importante subrayar que el vigente Texto Refundido de la LMV en artículo 1º, como objeto de la misma, alude a la regulación de los sistemas negociación de instrumentos financieros (en la redacción vigente se ha sustituido la original referencia a valores mobiliarios y se ha introducido la locución “instrumentos financieros”, con lo que se pretende dar un mayor alcance al obj negociab de los mercados). Por su parte, el artículo 3.1 LMV concreta que a instrumentos financieros distintos de los valores negociables, les serán de aplicación, con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en la mencionada disposición legal para los valores negociables.

La reforma producida en la antigua LMV por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, consagró la ruptura del principio de exclusividad de la negociación acciones en las Bolsas de Valores, de conformidad con la normativa comunitaria que establece el principio general de que corresponde a cada mercado regular la decisión sobre los instrumentos financieros que se pueden negociar en ámbito, siempre que se cumplan los requisitos legales establecidos. Y tal como se lee en el Preámbulo de la citada Ley, se añadió un nuevo título (hoy Título IV) en el que se regulan los sistemas multilaterales de negociación y internalización sistemática, que, junto a los mercados secundarios oficiales de valores del Título IV, constituyen los distintos sistemas de negociación de instrumentos financieros reconocidos por el TRLMV. En el Título X se incorpora uno de los cambios fundamentales introducidos por la Directiva 2004/39/CE, esto es, el fomento de la competencia entre las diferentes formas de ejecución de las operaciones con instrumentos financieros, de modo que dicha competencia, que hasta ahora tenía carácter de incipiente, contribuya a completar el mercado único de servicios de inversión, abaratándolos para los clientes finales. De esta manera, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que proveen servicios de

versión podrán competir con las bolsas y demás mercados secundarios oficiales en la negociación de instrumentos financieros.

No debemos olvidar tampoco que el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, ha venido a desarrollar los artículos 64 y siguientes de la LMV, preceptos que, entre otros objetivos, han nacido para revisar y actualizar la normativa por la que se rigen los mercados de instrumentos financieros, así como para facilitar la introducción de nuevos productos, servicios y líneas de negocios en estos mercados. Las últimas reformas habidas en la normativa de mercados de valores tienden, por ende, a ampliar los productos negociables de conformidad con los criterios establecidos en su artículo 2. Al mismo tiempo, se prevé que la sociedad rectora del mercado pueda ofrecer los servicios de contrapartida central, esto es, pueda hacer de cámara de compensación (cfr. art. 14 RD 1282/2010, de 15 de octubre, y art. 103 LMV). La autorización para prestar servicios de compensación en calidad de entidad de contrapartida central, cuando dichas entidades estén establecidas en España se registrarán por el Reglamento (UE n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012).

Añadamos que, en la actualidad, no es necesario que cada mercado tenga su propia sociedad rectora, sino que se permite estructurar varios mercados con carácter unitario, gestionados por una misma sociedad rectora y regidos por una normativa común, pero con la posibilidad de acoger diferentes grupos de contratos organizados por el tipo de activo subyacente (art. 65 LMV). Los requisitos para las condiciones generales de los contratos de instrumentos financieros derivados se recogen en el artículo 11 del RD 1282/2010, de 15 de octubre, con reglas flexibles que no obstan a que puedan negociarse permutas comerciales. Con estos presupuestos, es palmario que se amplía la posibilidad de negociación de activos o instrumentos financieros que hasta ahora no accedían a estos mercados.

En consecuencia, las permutas financieras y comerciales, como derivados, podrían negociarse en España, en primer lugar, en los mercados secundarios oficiales o regulados, preferentemente en los de Futuros y Opciones, ya que, según autorizan los artículos 65 y 43.3 LMV, en estos mercados podrían negociarse, además de futuros y opciones, otros instrumentos financieros derivados, cualesquiera que fueran sus activos subyacentes. A tenor de lo dicho, no necesitarían tampoco que la gestión fuera encargada a otra sociedad rectora del mercado.

3.2. SISTEMA MULTILATERAL DE NEGOCIACIÓN

De forma paralela a los denominados mercados de valores, se han ido creando sistemas de negociación organizada de instrumentos financieros que operan con cierta autonomía en la práctica, y la LMV, conforme a lo previsto en normativa comunitaria, ha sometido estos sistemas de negociación a ciertas normas con el fin de garantizar su funcionamiento eficiente y ordenado. Bajo estas consideraciones, la LMV prevé la negociación de instrumentos financieros en un sistema multilateral de negociación. Tiene la consideración de sistema multilateral de negociación todo sistema que, en la práctica, se encuentre organizado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras (art. 317 LMV). La creación de sistemas multilaterales de negociación es libre, siempre que en su puesta en funcionamiento y desarrollo estén sujetos al régimen de verificación previa y supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 318 LMV). El sistema multilateral de negociación estará regido por una entidad rectora, que será responsable de su organización y funcionamiento internos, y será titular de los medios necesarios para gestionar el mercado. La sociedad rectora deberá elaborar un reglamento de funcionamiento específicamente referido a la gestión del sistema multilateral de negociación que deberá ser autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (arts. 319 y 320 LMV)²¹.

3.3. SISTEMA DE INTERNALIZACIÓN SISTEMÁTICA

La LMV regula también los procedimientos de contratación financiera de mercados de “internalización sistemática”. Estos procedimientos se refieren a supuestos de contratación en los que una empresa de inversión o una entidad de crédito (al margen del mercado oficial regulado o de un sistema multilateral de negociación) ejecutan por cuenta propia órdenes de clientes sobre acciones o valores admitidos a negociación en mercados regulados, siempre que la actuación se realice de forma organizada, frecuente y sistemática, cumpliendo determinados requisitos establecidos por la Ley (arts. 331 a 334 LMV).

²¹ Téngase en cuenta la Resolución de 21 de diciembre de 2010 (BOE de 5 de enero de 2011) que ha aprobado el Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (MEFO).

Hay que reconocer que, desde el punto de vista operativo y legal, sería más difícil la negociación de permutas comerciales bajo esta modalidad contractual, pues, en principio, únicamente se prevé para la ejecución de órdenes sobre acciones o valores admitidos a negociación en mercados regulados. Para admitir la negociación de permutas financieras y comerciales bajo esta modalidad, la norma debería aludir a instrumentos financieros.

3.4. NEGOCIACIÓN EN OTROS MERCADOS SECUNDARIOS REGULADOS

Debemos significar, por último, que las permutas financieras y comerciales también podrían ser objeto de negociación, además de los mercados previstos en el artículo 43 LMV, en otros mercados secundarios oficiales que se autoricen. Estos mercados secundarios organizados, de ámbito estatal o autonómico, deberán ser autorizados, previo informe de la CNMV, por el Gobierno de la Nación o por la Comunidad Autónoma con competencias en la materia. Entre otros requisitos, se exige que estos mercados deberán responder a sistemas multilaterales que permitan reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros que estén autorizados y que funcionen de forma regular, según lo establecido en la normativa sobre mercados de valores, y con sujeción, en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

4. DIFICULTADES PARA LA NEGOCIACIÓN

4.1. INTRODUCCIÓN

Las últimas reformas operadas en la regulación de los mercados de valores han perseguido su modernización para adaptarlos a las necesidades impuestas por la innovación financiera. Es patente que nuestros mercados financieros han visto aumentar su complejidad al aparecer nuevas modalidades de contratación y variadas ofertas de nuevos instrumentos financieros. Al mismo tiempo, tal como se reconoce en la propia Ley, los inversores han modificado notablemente su perfil; incrementando, por un lado, su profesionalidad y registrando, por otro lado, un notable aumento en el acceso directo por parte del pequeño inversor. En definitiva, tanto los productos como los destinatarios finales han aumentado

su complejidad y variedad. Para responder a estas nuevas necesidades, la norma ha sentido la necesidad de ampliar el catálogo de los servicios de inversión que pueden prestar las distintas entidades. Para ello, ha extendido la gama de instrumentos financieros negociables y ha reconocido distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, frente a los tradicionales mercados secundarios oficiales y sistemas o mercados no organizados entre otras actuaciones.

En su diseño de modernizar los mercados de valores españoles, la Ley amplía la gama de instrumentos financieros negociables e incluye, como posible objeto de negociación, ciertos contratos de índole financiera, a los que les serán aplicables con las adaptaciones precisas, las reglas previstas para los valores mobiliarios. Esta ampliación de instrumentos financieros y las correspondientes modalidades de contratación representan un serio esfuerzo para adaptar nuestros mercados a las necesidades actuales. No obstante, hay que reconocer que la reforma es insuficiente y el Texto Refundido de la LMV evidencia grandes lagunas, tanto conceptuales como terminológicas. Así, incurre en el error de hablar de negociación de contratos, cuando lo que es objeto de negociación son las posiciones asumidas por las partes, no los contratos en sí, puesto que los contratos son bilaterales, y lo que se transmite es una posición, normalmente acreedora. La imprecisión terminológica de la norma se explica porque, desde la reforma de 2007, el legislador pretendió crear mercados organizados oficiales para instrumentos financieros que antes no estaban contemplados, todo ello a imitación de los mercados anglosajones. Con esta idea ha incluido un rol de nuevos arquetipos de instrumentos financieros, pero no los ha sabido encajar en el antiguo corsé. Y una prueba de ello es que ni siquiera modifica el término de mercados secundarios oficiales, bajo la justificación de que se ha considerado conveniente mantener la expresión acuñada por la Ley por hallarse perfectamente arraigada en nuestro ordenamiento jurídico. Si la finalidad de las reformas era modernizar la legislación sobre mercados financieros, lo primero que debería haber hecho el legislador era adaptar el lenguaje al nuevo contenido de los mercados.

4.2. SOLUCIONES ANTE POSIBLES PROBLEMAS DE NEGOCIACIÓN

Hechas las precisiones anteriores, queda cristalina la posibilidad, al menos teórica, de negociación de cualquier instrumento financiero que se comprenda en el tenor de la LMV. En este sentido, tal como hemos indicado

antes, los contratos de permutas comerciales podrían encajar en los diferentes ordinales del artículo 2 de mentado texto legal. Sin embargo, hemos de significar que la negociación de permutas financieras y comerciales en mercados secundarios plantea serios problemas. Las dificultades que presenta la negociación de este tipo de permutas vienen motivadas por el carácter recíproco de estos instrumentos, que los diferencia de otros instrumentos financieros en los que la relación es unilateral una vez que el activo se transfiere (por ej.: los bonos)²². Por tanto, para poder negociar una permuta comercial o *barter* es necesario obtener el consentimiento de la contraparte. No obstante, estas dificultades podrían resolverse a través de alguna de las siguientes formas:

a) Mediante una novación: se trataría de una auténtica novación subjetiva, en la que se extinguiría el contrato anterior y surgiría uno nuevo. Las dificultades que conllevan la cancelación de un contrato preexistente y la concertación de un segundo son obvias, pues tendrían que concurrir nuevos consentimientos de las partes y habría que cumplimentar nuevas formalidades y soportar nuevos gastos.

b) Mediante un acuerdo de asignación: este acuerdo significa un convenio a tres bandas o tripartito, que presupone la extinción de las responsabilidades de la parte que ha asignado o transmitido su posición a la nueva contraparte, la cual se subroga en los derechos y obligaciones de la anterior. En definitiva, estaríamos en presencia de una cesión del contrato por una de las partes a un tercero, con el consentimiento de la otra, que se supone implícita en la primitiva negociación del contrato. Sin embargo, esta cesión viene a veces obstaculizada porque ciertos contratos marco suelen contener cláusulas que prohíben la cesión o asignación.

Con objeto de facilitar la liquidez de este mercado y simplificar los problemas legales o contractuales de la cesión o negociación de las permutas comerciales, y así permitir la asignación como medio de transmisión o negociación de este tipo de contratos, se han propuesto varias soluciones:

1) La primera sería el establecimiento de una Cámara de Compensación de Permutas, con la característica de mercado o sistema organizado de negociación de permutas financieras y comerciales, oficial o no. Los mercados secundarios organizados de este tipo de activos se caracterizan por estar tutelados por un órgano con finalidades compensadoras, que representan un régimen de responsabilidad

²²Sobre las dificultades de calificar los *barter* o *swaps* como valores mobiliarios, expresión contenida en la ley italiana 1/1991, puede verse CAPRIGLIONE, F., “Gli swaps come valori mobiliari”, en *Banca e Borsa*, I (1991), págs. 792-796.

intensamente tuitivo. La cámara no opera como un comisionista ordinario, s como contraparte del comisionista final o inversor, procurándole un entorno lativamente aislado contra los peligros derivados del incumplimiento contract de la contraparte²³.

En nuestro caso, esta cámara o sociedad rectora aseguraría la liquidació cumplimiento del contrato, y tendría como función principal asumir el riesgo créditos de ambas contrapartes, facilitando el acceso a partes con menor solven En la práctica, cada parte realizaría su permuta con la *Clearing House* o Socie Rectora del Mercado, sin que existiese ninguna relación con la contraparte fina A cambio de dicha labor, por el riesgo de crédito asumido, la sociedad rectora braría una comisión²⁵. El inconveniente de crear cámaras oficiales de compensaci bajo la modalidad legal que resulte en cada ordenamiento jurídico, viene d por la oposición de los grandes Bancos que ven peligrar sus beneficios al ope directamente con sus clientes²⁶.

Sin embargo, esta solución está prevista en el Texto Refundido de la LMV q en su artículo 65.2, dispone que “La sociedad rectora del mercado asegurará medio de una entidad de contrapartida central, previa aprobación de la Co sión Nacional del Mercado de Valores, la contrapartida en todos los contra que emita.” Estas funciones de interposición central facilitarían la conclus de contratos. Claro que, al no se posible un mismo tratamiento para todas cuestiones, sería más conveniente establecer un reglamento específico para c sociedad rectora.

2) Otra solución pasaría por la titulización de las permutas, mediante la cr ción de un instrumento libremente asignado, lo que las haría más atractivas cara a su liquidez, aunque se perdería el carácter de la reciprocidad²⁷. La titulac

²³ Cfr. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Opciones normalizadas*, Ed. Dykinson, Madrid, 1999, págs. 21

²⁴ Como señala IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., en *op. cit.*, págs. 218-222, al aparecer la cámara co parte del contrato, no resultan los miembros contrapartes entre sí (como sucede en Bolsa), en un sentido económico (los miembros o clientes son los verdaderos destinatarios de la tr sacción) y causal, ya que los clientes son los que, en definitiva impulsan la contracción da las órdenes de compra o venta.

²⁵ Para el supuesto de que prosperase el proyecto relativo a la constitución de una cámara de c pensación o se aceptase su registro en la cámara que actualmente existe para futuros y opcio la operativa del mercado sería semejante a la que actualmente existe para los futuros y opcio El esquema operativo que se daría puede verse en LAMOTHE, P. y SOLER, J.A., *Swaps y derivados OTC en tipos de interés*, cit., págs. 85-86.

²⁶ Cfr. DELA TORRE, A., *Operaciones de permutas*, cit., pág. 163.

²⁷ Sobre fondos de titulización, puede verse: TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades y fondos de inver y fondos de titulización*, Ed. Dykinson, Madrid, 1998, págs. 277-327.

podría hacerse de varias formas: una primera, mediante la emisión de títulos que lleven implícitos una permuta comercial, que serían útiles para las permutas de activos, esto es, para inversores; una segunda forma, a través de la construcción de permutas sintéticas con cláusulas de *cap* y *floor*, que desgajaría la permuta en varias operaciones; y en tercer lugar, por medio de la división de la permuta en activos negociables, lo que permitiría estructurar el *barter* en un doble contrato entre dos partes respecto a un determinado activo.

Cada activo contendría la promesa pura y unilateral de realizar pagos periódicos –si se liquida en efectivo- o prestaciones con características económicas específicas. Las dificultades legales para encajar esta doble operación, que partiendo de la reciprocidad de las permutas desemboque en dos instrumentos unilaterales independientes y sin vínculo entre sí, son palmarias.

5. POSIBILIDADES DE ORGANIZACIÓN DE MERCADOS SECUNDARIOS REGULADOS DE PERMUTAS FINANCIERAS Y COMERCIALES

Con estos presupuestos veamos, pues, la posibilidad de negociación de *barters* en los mercados españoles²⁸.

Hasta ahora, tal como hemos venido diciendo, los contratos de permutas comerciales se negocian en mercados secundarios no regulados (OTC). Pero, de acuerdo con lo expuesto, los *barters* en España podrían negociarse en un mercado secundario regulado al amparo de la normativa de los Mercados de Futuros y Opciones, a tenor de lo establecido en los artículos 65 y 43.3 LMV.

Como sabemos, el título IV de la LMV está dedicado a la regulación de mercados secundarios oficiales de valores. El artículo 43.1 define dichos mercados y el ordinal 2 de referido artículo relaciona los mismos. Por su parte, el artículo 2º

²⁸En la actualidad, como productos derivados, en los mercados regulados se negocian futuros y opciones financieras (en el Mercado Español de Futuros y Opciones (MEFF). Y futuros y opciones no financieras en el Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO). También se negocian *warrants* y activos de renta fija (derivados sobre tipos de interés, deuda pública y divisas) y de renta variable (derivados de derivados sobre acciones e índices bursátiles). No se negocian *barters*. Asimismo, como productos derivados OTC, en mercados no oficiales, se negocian *forwards* (contratos a plazos), FRAs (*Forward rate agreements*), *swaps* y opciones (Los negocian sociedades y agencias de valores, empresas de servicios de inversión –ESI- extranjeras, entidades de crédito, etc.). También se negocian derivados de crédito (no supervisados por la CNMV). No se negocian *barters*.

LMV incluye en el ámbito de la norma una serie de instrumentos financieros los que se les otorga un régimen jurídico diferente al de los valores negociados. Entre estos instrumentos financieros, se citan los contratos de opciones, futuras, permutas y otros contratos sobre derivados que puedan liquidarse en especie o en efectivo a petición de una parte, o que, estando relacionados con materias primas, puedan liquidarse en especie o mediante entrega física, siempre se negocien en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación a través de cámaras de compensación reconocidas, o si son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

Dentro de estas categorías, según se liquidasen en efectivo o no, podrían encajar las nuevas permutas. Hasta ahora, tal como hemos venido exponiendo, los contratos de permutas comerciales se conforman o negocian en mercados secundarios no organizados (OTC). En la realidad presente todas las actividades que se realicen bajo estas modalidades pueden quedar sometidos al ámbito de la LMV, según establece el artículo 2, máxime cuando el artículo 65 de mentado cuerpo legal dispone que en los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones pueden negociarse además de los referidos futuros y opciones, otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la sociedad rectora. Por mayor facilidad, la regulación legal actual ya no exige, tal como hemos comentado antes, la necesidad de establecer una sociedad rectora para cada mercado (ver 14 RD 1282/2010, de 15 de octubre).

Esta normativa no impide que no pueda, salvándose las dificultades, establecerse un mercado secundario oficial de negociación para las permutas financieras y comerciales, que fuera único o distinto. Es patente que todos los instrumentos derivados individualizados que contempla la LMV en su artículo 2º, entre los que cabe incluir las permutas financieras y comerciales cuyos objetos sean los especificados en dicho precepto legal, son susceptibles de negociación, compensación o liquidación en cualquiera de nuestros mercados secundarios oficiales, ya que el ordinal 3 del artículo 43 de mentado texto legal establece que, en los términos previstos en esta ley y en sus disposiciones de desarrollo, en los mercados secundarios oficiales podrán negociarse valores y otros instrumentos financieros por sus características sean aptos para ello.

Este hecho tiene verdadera trascendencia práctica en relación con las permutas comerciales u otros derivados que puedan aparecer en el futuro con un esquema o estructura contractual distinta a la de los “futuros” y “opciones”, por cuanto los contratos financieros a plazo y los contratos financieros de opción, si se norm

zan, se convierten en instrumentos financieros análogos a los que ya son objeto de negociación en los mercados organizados existentes, y de este modo se facilita su negociación. En todo caso, si se pretenden negociar estos instrumentos en uno de nuestros mercados de derivados organizados, será necesaria su normalización a través de la elaboración de las correspondientes condiciones generales, que deberán ser aprobadas por la CNMV a solicitud de la sociedad rectora del mercado.

En concomitancia con todo lo anterior, debemos concluir que la especial peculiaridad de las permutas comerciales permite apuntar la necesidad de crear mercados propios de permutas comerciales y permutas financieras, con especiales características, independientes de los mercados secundarios de futuros y opciones. Para ello, se impondrían algunas reformas legislativas. Y lo más adecuado sería que, dentro de los mercados secundarios oficiales regulados en el artículo 43.2, se incluyeran de forma expresa, además de los existentes, los “Mercados de Permutas”, con una regulación específica en la ley²⁹.

Sería por consiguiente deseable, como cuestión de *lege ferenda*, que, independientemente de que en la práctica pudieran comenzar a operar a corto o medio plazo—que dependería de las necesidades del mercado—, contemplar en el marco de lo dispuesto en la LMV y en la reglamentación que la desarrolla un precepto legal con la inclusión de un nuevo mercado secundario oficial para permutas. Las condiciones para su negociación, compensación y liquidación serían objeto de desarrollo reglamentario, tomando como referencia la de otros derivados financieros ya negociados, pero con características propias, en orden a salvar las dificultades apuntadas para la negociación, que provienen del carácter recíproco de estos instrumentos. Se impondría, por tanto, una reglamentación particular del mismo, con regulación de los requisitos de acceso a la condición de miembro, de la admisión, suspensión y exclusión de la negociación oficial de estos instrumentos financieros, así como la concentración de operaciones en el mercado, la formación del precio oficial, la información al mercado y la publicidad de las operaciones. El reglamento de la sociedad rectora del mercado quedaría supeditado a la aprobación de la CNMV.

²⁹ Es patente que en este caso el reglamento deberá desarrollar las condiciones para su negociación, compensación y liquidación.

6. RECAPITULACIÓN

Las permutas financieras y comerciales son negociadas habitualmente en función de las necesidades de los contratantes, por lo que dichas operaciones tienen lugar fuera de los mercados organizados o regulados. Esta característica hace de estos instrumentos financieros OTC herramientas altamente flexibles para la gestión empresarial, pero supone una rémora a la consecución de liquidez. Sin embargo, en la actualidad la comercialización de *swaps* y *barbers*, a través de la estandarización proveniente de los contratos marco, han ido evolucionando desde su nacimiento acercándose a las características de los mercados organizados. Así, las nuevas permutas, además de las aplicaciones que proporciona la concertación de las mismas en un primer proceso formativo, tienen una ventaja añadida, cual es la posibilidad de negociarse en un mercado secundario, regulado o no, permitiendo en determinados momentos ceder dicho instrumento, con el activo subyacente, a un tercero.

De cara a su negociación en un mercado secundario regulado, hay que aclarar que las permutas financieras y comerciales, a diferencia de los valores mobiliarios solo podrán ser puestas en circulación a través de un proceso distributivo de oferta pública inicial y de aceptación pública masiva, por lo que, de llevarse a efecto su negociación, los mercados de este tipo de permutas se configurarían como secundarios o de negociación, lo que permite afirmar la inexistencia de mercados primarios o de emisión de permutas financieras y comerciales. De ahí que no podemos hablar de “emisión” en sentido estricto.

En su designio de modernizar los mercados de valores españoles, su normativa reguladora ha ampliado la gama de instrumentos financieros negociables e incluye, como posible objeto de negociación, ciertos contratos de índole financiera. Esta ampliación de instrumentos financieros y las correspondientes modalidades de contratación representan un serio esfuerzo –aunque insuficiente– para adaptar nuestros mercados a las necesidades actuales. La posibilidad de negociar las posiciones asumidas por las partes en estos contratos viene reconocida en los artículos 2, 43.3 y 65 LMV, que extienden su ámbito a instrumentos negociables en los que pueden encajar las nuevas permutas objeto de análisis.

En todo caso, la negociación de *swaps* y *barbers* en mercados secundarios plantea serios problemas, motivados por el carácter recíproco de estos instrumentos. De que las posibilidades reales de negociación que se presentan para estas permutas pasen por la necesidad de recoger acuerdos de cesión o asignación o mediante un proceso de titulización.

En el supuesto de negociación en un mercado secundario oficial o regulado, a los contratos o posiciones derivados de las nuevas permutas les serán de aplicación las normas contenidas en el Texto Refundido de la LMV y las disposiciones que la reglamentan. Ya hemos comentado cómo las sucesivas reformas de la normativa sobre mercados de valores ha venido restringiendo los agentes a los que se les permite actuar en funciones de creadores de mercado, pues considera 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 con los instrumentos financieros del artículo 2 LMV, entre los que se pueden incluir, obviamente, las permutas financieras y comerciales, siempre que dichas actividades se ejerzan con carácter habitual (cfr. art. 143 LMV).

A los agentes intervinientes les será de aplicación el régimen jurídico previsto en el TRLMV y en los preceptos que desarrollan o complementan este texto legal. En caso de implantación, los mercados secundarios negociadores de permutas comerciales también se registrarían por lo previsto en el artículo 43 y concordantes de meritada Ley, así como por la pertinente normativa reglamentaria. El régimen jurídico de la negociación quedaría encomendado al Reglamento del Mercado. Por su parte el papel de intermediación sería propio de la Sociedad Rectora del Mercado³⁰.

En la potencial puesta en circulación y negociación de *swaps* y *barbers*, teniendo en cuenta las dificultades que se plantearían en la práctica, sobre todo por las especialidades de los activos subyacentes y el carácter recíproco de los instrumentos, se precisaría, con carácter previo, una reglamentación que posibilitara la creación de un nuevo mercado secundario oficial de permutas financieras o comerciales (o de permutas en general), independiente de los mercados secundarios de futuros y opciones, en el que, bajo la intermediación de la sociedad rectora, se fijaran las condiciones para la negociación y compensación³¹.

³⁰ El Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, regula los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados. En virtud de esta disposición legal se ha aprobado el Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (MEFF), por virtud de la Resolución de 21 de diciembre de 2010 (BOE de 5 de enero de 2011). Esta normativa u otra más específica serviría par regular el régimen jurídico de este mercado y los productos a negociar.

³¹ Debe tenerse en cuenta lo dicho anteriormente sobre la singularidad de la negociación de la permuta comercial en un mercado secundario, ya que estas, a diferencia de los valores mobiliarios, solamente podrían ser puestas en circulación a través de un proceso distributivo exento de oferta pública inicial y de aceptación pública masiva, por lo que, de llevarse a efecto su negociación, los

Pero, como cuestión de *lege ferenda*, sería aún más deseable que se sustituyera el actual Texto Refundido de la LMV por una ley de instrumentos financieros e que se regulara, de una forma plena y adecuada, la negociación de las permutas de otros instrumentos financieros derivados que ahora se desenvuelven en mercados no organizados.