

PERMUTAS FINANCIERAS Y MERCADOS SECUNDARIOS

Por

JOSÉ ANTONIO VEGA VEGA

Catedrático E.U. de Derecho Mercantil

SUMARIO: 1. PLANTEAMIENTO.- 2. APROXIMACIÓN CONCEPTUAL.- 3. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA.- 4. NEGOCIABILIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS. 4.1. Problemática de la negociación de las permutas financieras. 4.2. Posibilidades de organización de mercados secundarios oficiales de permutas financieras.

1. PLANTEAMIENTO

Entre los nuevos instrumentos de financiación de las empresas que han hecho su aparición en el marco del comercio internacional en los últimos tiempos, ocupa una lugar destacado la operación conocida por permuta financiera o *swap*¹, cuya gestación se ha venido configurando de forma progresiva a través de la incorporación en los negocios jurídicos de diferentes cláusulas como reacción jurídico-

¹ El origen de este instrumento financiero hay que buscarlo en el Reino Unido, como reacción de los empresarios británicos para evitar los costes extraordinarios impuestos por las normas de control de cambio en la adquisición de divisas extranjeras, así como la fluctuación de los tipos de interés. Los préstamos paralelos entre sociedades británicas y norteamericanas, que fue un uso común al inicio de la década de los 70, propició la posibilidad de abonar en divisa nacional a empresas americanas radicadas en el Reino Unido para que éstas abonaran en dólares a las filiales británicas radicadas en Estados Unidos. Así, para resolver los problemas planteados por dichas fluctuaciones, utilizando y mejorando la técnica del *back to back loans*, surge esta figura jurídica conocida como *swap*. Y, aunque desaparece en 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 cambio. Sobre el origen de la permuta financiera puede verse: J. AGUILÁ/R. GUALDA/C. TORRENT, «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.; M. MARAK, «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; L. COSTA/M. FONT, *Nuevos instrumentos financieros para el empresario europeo*, ESIC, Madrid, 1990, pp. 3 ss.; M. CRABBLE, «Clearing House for Swaps», en *Euromoney*, septiembre 1986, pp. 345-351; P. LAMOTHE, «La aparición y desarrollo de los mercados de swap de tipo de interés. Teorías explicativas», en *Información Comercial Española*, abril, 1992, pp. 9-15; P. LAMOTHE/J.A. SOLER, *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Ed. McGraw Hill, 1977, pp. 17-25; J. LOEYS, «Interest Rate swap: a New Tool for Managing Risk», en *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, mayo-junio 1985, pp. 17-25; M.S. LUDWIG, *Understanding interest rate swaps*, Ed. McGraw-Hill, New York, 1993, pp. 1-33; P. MALOY, «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.; J.F. MARSHALL/K.R. KAPNER, *The Swap Handbook*, NYIF Corporation, New York, 1990; ÍDEM: *Understanding swaps*, Ed. John Wiley Finance Edition, New York, 1994, pp. 1-26; MEYRIER, «Les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts (*swap*)», en *Droit et pratique du Commerce International*, 1 (1986), pp. 9 ss.; M. MILLER, *Financial Innovation and Market Volatility*, Ed. Basil Blackwell, Oxford, 1991, pp. 10 ss.; J. PRICE, «The Technical Evolution of the Currency Swap Product», en *Swap Finance*, de B. Antl, vol. I, London, 1986; R. TORNABELL CARRIO, «Innovaciones financieras *swap* y *cap*», en *Información Comercial Española*, núm. 629 (enero 1986), pp. 99 ss.; A. TORRE, de la, *Operaciones de permuta financiera (swaps)*, Ed. Ariel, Barcelona, 1996, pp. 17-25; VALERA, «Los mercados financieros internacionales. Evolución reciente», en *Economistas*, 1986, pp. 2 ss.

económica a las distintas necesidades que se producen en el orden financiero de la empresa.

En efecto, las crisis energética y monetaria de los años setenta provocaron una profunda convulsión económica que dio lugar a acusadas modificaciones en la gestión empresarial y, de modo especial, en su vertiente financiera². Los obsoletos instrumentos jurídicos existentes en la época no satisfacían las necesidades de los 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, originan lo que se ha dado en llamar innovación financiera³.

La innovación financiera 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. Todos estos exponentes son los que se han dado en llamar «Nuevos Instrumentos Financieros»⁵.

² J.L. CEA GARCÍA, *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1990, p. 9.

³ Vid. M. MILLER, *Financial Innovation and Market Volatility*, Ed. Basil Blackwell, Oxford, 1991, pp. 10 ss.

⁴ J.L. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA/J.L. WANDEN-BERGHE LOZANO/J.F. GONZÁLEZ 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. 21. Sobre la razón de ser de las innovaciones financieras y nacimiento de nuevas instituciones, puede verse M. FONT VILLANTA, «Nuevas técnicas financieras. Operaciones SWAPS», en *Esic Market*, enero-marzo 1987, pp. 152-174; J.P. GOURLAQUEN, *Les nouveaux instruments financiers*, Paris, 1988, pp. 13 ss.; B. LA CLAVIÈRE, «Se protéger contre une remontée de taux d'interet», en *Banque*, mayo 1988, p. 137; así como el interesante estudio de R. MERTON, «Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions», en *Journal of Banking & Finance*, núm. 19 (1995), pp. 461-481.

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

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 primas⁶.

Entre los precedentes que podemos tener en cuenta para evaluar el nacimiento de la permuta, tenemos, en primer lugar, la «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 obligaciones⁷. Por otra parte, los llamados «préstamos paralelos» (*parallel loans*)⁸ y «préstamos adosados» (*back to back loans*)⁹, surgidos a principios

⁶ Suelen considerarse como los causantes del nacimiento y de la rápida propagación de los nuevos instrumentos financieros 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. J.L. SÁNCHEZ VALDERRAMA y otros, *op. cit.*, 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/SOLER, *Swaps y otros derivados...*, cit., p. 18).

⁷ E. DÍAZ RUIZ («El contrato de *swap*», en *RDBB*, año X, núm. 36, octubre-diciembre 1989, p. 734) lo conceptúa 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.

⁸ 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/SOLER, *Swaps y otros derivados OTC en tipo de interés*, cit., p. 18; L. PÉREZ DE ARENAZA LAMARA, «Swaps de tipos de interés y de divisas», en *Actualidad Mercado Financiero*, núm. 7, julio 1994, pp. 11 y 12.

⁹ Con la progresiva relación de la regulación cambiaria y con el fin de evitar el riesgo del crédito, los préstamos paralelos acabaron siendo sustituidos por los préstamos adosados, que consistían

de los años setenta como respuesta a las restricciones cambiarias que habían empezado a operar entonces en el Reino Unido¹⁰, marcan una evolución en los instrumentos financieros. Estos préstamos son de gran complejidad y tienen el inconveniente de que cada préstamo se manifiesta en la contabilidad como una nueva obligación asumida¹¹.

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

en préstamos recíprocos entre empresas matrices, las cuales posteriormente traspasaban los fondos a sus filiales. En esta tipología de préstamos se hacía hincapié en la condición de contrato simultáneo y recíproco en cuanto al cumplimiento de las obligaciones adquiridas por ambas partes (LAMOTHE/SOLER, *Swaps y otros derivados...*, cit., p. 18). En síntesis, se trata de un contrato por el que dos empresas con sedes centrales en diferentes países acuerdan prestarse mutuamente principales equivalentes de sus respectivas divisas según los tipos de cambio vigentes. Cada parte recibe intereses de su contraparte como pago del préstamo realizado con base en los tipos de interés vigentes para cada divisa. Los principales de cada divisa son intercambiados al principio y al vencimiento del préstamo, al tipo de cambio de contacto vigente al comienzo del mismo. La diferencia frente al préstamo paralelo radica en la existencia de un flujo de fondos entre los dos países donde están radicadas las compañías y la existencia de un único contrato de préstamo donde se establecen relaciones de reciprocidad, de modo tal que si una de las partes incumple sus obligaciones la otra se ve relevada de cumplir sus compromisos (L. PÉREZ DE ARENAZA, *op. cit.*, pp. 12-13).

¹⁰ 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 J. POWERS, «The vortex of finance», en *Intermarket Magazine*, febrero 1986, pp. 27-38.

¹¹ En efecto, los préstamos estaban reflejados contablemente en los balances de cada una de las empresas, tanto el concedido por la matriz o sociedad dominante como el recibido por la filial (balances consolidados), con lo que se afectaba negativamente al cálculo de ratios financieros. En relación con los problemas generados por los préstamos paralelos y adosados, puede verse J. PRICE, «The Technical Evolution of the Currency Swap Product», en libro de B. ANTL, *Swap Finance*, vol. I, Euromoney Publications, London, 1986, pp. 32 ss. Además, cada operación es independiente entre sí, de modo que si una parte incumplía su compromiso, la otra permanecía vinculada por el suyo; esto es, existía un gran riesgo de crédito. Con los préstamos llamados adosados desaparece el riesgo de incumplimiento, al incluirse un acuerdo de compensación, por lo que en tal caso la otra parte quedaría relevada de sus obligaciones, pero la problemática contable existente en los préstamos paralelos seguía latente (puede verse PEYNOT, *Gestion financière internationale des entreprises*, Paris, 1984, p. 233).

operaciones *swaps* en divisas, las cuales se diferenciaban de los instrumentos anteriores por su mayor sencillez, flexibilidad y liquidez¹².

Las primeras operaciones de permutas financieras de cierto volumen se remontan a los últimos años de la década de los setenta. Pero no es hasta 1981 cuando se produce una inflexión en este mercado al tener lugar una magna operación de permuta financiera entre el Banco Mundial y la compañía IBM, que comenzó a actuar como catalizador del mercado, dada la enorme trascendencia que la misma tuvo entre las empresas. Desde esta primera operación del Banco Mundial, los *swaps* en divisas han constituido una parte central de su estrategia financiera, como instrumento flexible que permite acomodar en cada momento

¹² 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 variables. 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 (Cfr. Y. PARK, «Currency Swaps as a Long-term International Financing Technique», en *Journal of International Business Studies*, 1984, pp. 47-54; C. WALLICH, «The World Bank's Currency Swaps», en *Finance and Development*, pp. 197-207). 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 antemano (Vid. R. TORNABELL CARRIO, en «Innovaciones financieras: swaps y caps», en *ICE* (enero 1986), p. 99; C. WALLICH, «The World Bank's Currency Swaps», en *Finance and Development*, 1984, p. 197). 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.

su estructura de endeudamiento en moneda deseada, al tiempo que obtener condiciones de financiación más favorables¹³.

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

¹³ Las razones de esta operación hay que buscarlas, como señala L. PÉREZ DE ARENAZA, en el hecho de que el Banco Mundial quería endeudarse en monedas de tipos reducidos como el marco alemán y el franco suizo y así diversificar su endeudamiento hacia divisas europeas, lo cual tropezaba con la dificultad de dichos mercados para absorber la elevada cuantía que dicha institución solicitaba. Por otra parte, la compañía IBM había conseguido acceder previamente a estos mercados europeos y deseaba intercambiar parte de su pasivo en las divisas referidas por deuda en dólares (para así poder materializar las ganancias derivadas de lo que había constituido una depreciación significativa de dichas monedas frente al dólar), ello propició una clara oportunidad para que las dos partes llegaran a un acuerdo mutuamente favorable. Mediante el mismo el Banco Mundial pudo financiarse en marcos y francos suizos a tipos variables por el contravalor de 290 millones de dólares, en tanto que IBM pudo transformar su deuda a dólares a tipo fijo. En Banco Mundial, con la máxima calidad crediticia en el mercado de eurobonos, hubo de proceder previamente a realizar una emisión en dólares en dicho mercado que sirvió de base para el contrato (*Swaps de tipos de interes y de divisas*, cit., p. 3).

¹⁴ Vid. A. CATES, «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 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. M. FONT VILALTA, «Nuevas técnicas financieras: «Operaciones de SWAP», en *Esic Market*, 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 J. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *op. cit.*, pp. 82-85. Para un conocimiento más concreto del «arbitraje entre el mercado a plazos y el mercado de futuros», véase S. NÚÑEZ, *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 A. DUYN, «Is Arbitrage Dead?», en *Euromoney*, octubre 1995, pp. 80-83.

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».

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 préstamos¹⁷, 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 como operaciones fuera de balance o la pura especulación financiera¹⁸ son otros de los atractivos de las permutas financieras.

En la actualidad los Bancos suelen intermediar o interponerse casi siempre en

¹⁶ Cfr. LAMOTHE/SOLER, *op. cit.*, p. 23; R. BECKSTROM, «The Development of Swap Market», en el libro de B. ANTL, *Swap finance*, cit., pp. 89 ss.

¹⁷ Vid. M. WALLEY, «Interest rate and currency swaps». Trabajo presentado al *Symposium de la OCDE sobre Nuevos Instrumentos Financieros*, París, 1988, p. 2.

¹⁸ El contrato de permuta financiera no presupone necesariamente que se utilice entre sujetos que tengan aversión al riesgo, sino que 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. De esta forma, el contrato podría darse: a) entre

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 cartera¹⁹, existiendo grandes instituciones financieras especializadas en estas operaciones, y que se conocen como *money centre banks* americanos y *merchant and investment banks* ingleses.

2. APROXIMACIÓN CONCEPTUAL

Concretar un concepto de permuta financiera presenta, *in limine*, ciertas dificultades, habida cuenta que con el término *swap* se viene aludiendo en el mundo financiero a operaciones que presentan estructuras jurídicas muy diferentes, dado el carácter amplio que la voz tiene en lengua inglesa²⁰, que puede referirse tanto al mercado del cambio (en el que se incluirían la venta de divisas a plazo), como a las operaciones basadas en el mercado de intereses y divisas, con la asunción recíprocas de obligaciones de hacerse pagos mutuos en virtud de módulos establecidos. Queda claro que la traducción española de permuta financiera y, por ende, al contrato que nosotros estamos estudiando, se refiere a esta última concepción.

Por otra parte, en la práctica, a la hora de definir la institución suelen entremezclarse cuestiones económicas y jurídicas, presentándose, en algunos casos, como un ensamblaje de figuras u operaciones de distinta índole, y coligadas en otros con acuerdos nacidos del mismo contrato marco. Asimismo, el contrato de permuta financiera puede estructurarse en dos fases: de una parte el contrato

dos agentes con aversión al riesgo pero con posiciones contrarias sobre unos mismos hechos que a ambos convenga por ello enlazar; b) entre un sujeto con aversión al riesgo, que prefiera cubrirse frente a posibles fluctuaciones de una divisa, y otro sujeto con propensión al riesgo que decide asumir el mismo con fines especulativos, por ej.: un Banco, y c) entre dos agentes con intenciones netamente especulativas, aunque este supuesto se daría más bien con carácter teórico (Cfr. CEA GARCÍA, *Los contratos de permuta financiera...*, cit., p. 15).

¹⁹ Cfr. D. SHIRREFF, «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.

²⁰ Aspecto que ha sido puesto de relieve, entre otros, por F. CAPUTO NASSETTI: «Con il termine *swap*, infatti, vengono nel mondo finanziario operazioni che in comune soltanto il nome, mostrando strutture giuridiche totalmente difforni» («Considerazioni in tema di swaps», en *Diritto del Commercio Internazionale*, 1993, p. 323).

marco regulador de unas relaciones futuras, y de otra, el propio contrato por el que los usuarios finales 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*²¹. Además, con frecuencia, en esta operación se superponen otros contratos financieros, como préstamos, operaciones bursátiles o compraventa de mercancías. Esta simbiosis de consideraciones estrictamente jurídicas y financieras ha dado lugar a que se venga precisando esta operación desde ambas perspectivas según que el enfoque se haga desde una u otra óptica.

Con estas precisiones preliminares, podemos abordar un concepto general, comprensivo de las distintas clases de permutas financieras, en la consideración de que este instituto se fundamenta en 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 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

²¹ Cfr. J.R. CANO RICO, *Manual práctico de contratación mercantil*, T. II, «Contratos bancarios, financieros y sobre títulos-valores», Ed. Tecnos, 4º ed., Madrid, 1999, pp. 375-376.

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. LA-MOTHE/SOLER, *op. cit.*, p. 25.

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

²⁴ Cfr. J.L. CEA GARCÍA, *Los contratos de permuta financiera...*, cit., p. 97.

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

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

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 tiempo²⁸.

En síntesis, con carácter general y teniendo en cuenta su naturaleza jurídica,

²⁷ Sobre el concepto y características de permutas financieras de índices macroeconómicos, véase A. de la TORRE, *Operaciones de permuta...*, cit., pp. 141-142.

²⁸ Dadas las distintas modalidades de *swaps* y los diferentes objetos que pueden tener esta figura contractual, recogemos a continuación algunas definiciones que se han dado por la doctrina para perfilar esta institución: «Un contrato de permuta financiera, o *swap* en terminología anglosajona, es un acuerdo entre dos partes para intercambiar durante una serie de periodos dados los rendimientos que producirían dos capitales de igual cuantía en cuanto a su nominal, si están cifrados en la misma moneda, o de igual paridad, si lo están en distinta, en cuyo caso el acuerdo de intercambio alcanzará a los principales en el momento de celebrarse el acuerdo y regulará los posteriores reembolsos de los mismos» (R. MANSO OLIVAR, *Los contratos de permuta financiera como coberturas del riesgo de interés*, Universidad Europea-CEES Ediciones, Madrid, 1996, p. 65). «Un contrato de *swap* es aquél por el cual las partes se obligan a hacerse pagos recíprocos en fechas determinadas fijándose las cantidades que recíprocamente se han de pagar en base a unos baremos o módulos objetivos» (E. DÍAZ RUIZ, «El contrato de *swap*», cit., p. 739). «Mediante los contratos de *swap*, dos empresas -financieras o no- intercambian flujos financieros resultantes de la aplicación en el tiempo de distintas tasas de interés y/o montantes denominados en diferentes divisas» (J. A. CAMPOY CERVERA, «Las permutas financieras o *swaps*», en Boletín ICE Económico, 25 febrero-3 marzo 1991, p. 663). «Un *swap* es un contrato en el cual dos partes intercambian flujos de pagos en un periodo dado» (C. MARTÍNEZ MARTÍN, «Swaps», en *Actualidad Financiera*, núm. 29 (17-23 julio 1995), p. 1053). «Un *swap* (permuta financiera) es un acuerdo contractual entre dos partes para intercambiar una serie de pagos en una o varias divisas durante un periodo de tiempo establecido» (J. MARÍ SALVADOR, «Aproximación a la valoración de *swaps*», en *Actualidad Financiera*, agosto 1996, p. 5). «Acuerdo entre dos partes, en virtud del cual éstas se comprometen a intercambiar flujos monetarios, bien pagos (cargas financieras) o cobros (activos), en la misma o diferentes monedas durante un específico período de tiempo (L. PÉREZ DE ARENAZA, «Swaps de tipos de interés y de divisas», en *Actualidad Mercado Financiero*, núm. 7, julio 1994, p. 1). «Puede definirse la permuta financiera como un contrato bilateral y sinalagmático por el que las partes del mismo se responsabilizan frente a su contraparte de pagar las obligaciones previamente contraídas y determinadas por ésta, compensándose posteriormente sus diferencias, y estableciéndose un sistema de garantía mutua de cumplimiento de sus obligaciones mediante la intervención de un tercero» (J.R. CANO RICO, *Manual práctico de contratación mercantil*, cit., II, p. 375). «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. Contained in the swap agreement is a specification of de currencies to be exchanged (wich may or may not be the same), the rate of interest applicable to each (wich may be fixed or floating), the timetable by wich the payments are to be made, and any other prvisions bearing on the relation-ship between the parties» (J.F. MARSHALL/K.R. KAPNER, *Understanding Swaps*, Ed. J. Wiley & Sons, Inc., New York, 1993,

podemos definir la permuta financiera 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.*

3. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA

Una vez perfilado el concepto de permuta financiera, debemos abordar la caracterización de este contrato, extremo que tampoco resulta despejado de dificultades, si tenemos en cuenta la diversidad de figuras contractuales que normalmente suelen unirse a la permuta financiera, que a veces da lugar a una forma de contrato coligado.

Sin ánimo de polemizar en la cuestión, podemos afirmar que existe una cierta unanimidad en la doctrina al configurar el contrato de *swap* como 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 bancarios²⁹. Pero hemos de significar que, si por contrato bancario, tal como sostenía GARRIGUES,

p. 3). Para A. CAPUTO NASSETTI se definiría como «quel contratto in forza quale le parti si obbligano al eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontanare è determinato sulla base di riferimento diversi («Considerazioni...», cit., pp. 325-236). En análogos términos, M. MORI, en *Swap -una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, p. 25, pp. 318-320 y pp. 325-326.

²⁹ Por ej., F. VALENZUELA GARACH, en *Derecho Mercantil*, (Coord. G. Jiménez Sánchez), II, 6ª ed., Madrid, 2000, pp. 531-533, que los incluye sistemáticamente en los contratos bancarios de gestión. También E. DÍEZ RUIZ, en «El contrato de *swap*», p. 745, lo califica como un contrato bancario con fundamento en el hecho de que la actividad bancaria está extendiendo su servicios tradicionales, por lo que mediante las operaciones de permutas los bancos están facilitando a su clientela la cobertura de deudas o créditos o el acceso al crédito. Asimismo alude al hecho de que los Bancos son los únicos que realizan estas operaciones, aunque -admite- que nada impediría que los puedan realizar otros empresarios o personas «no comerciantes». Estos argumentos son fácilmente desmontables, dado que los Bancos no son los únicos que los realizan (se han dado y se dan entre empresas no bancarias y Entidades públicas), y el hecho de que pueda ser concertados por agentes económicos no bancarios o por personas no empresarios,

debemos entender aquél que tiene por objeto una relación bancaria en la que participa un Banco³⁰, hemos de concluir que en 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.

Dados sus orígenes, se nos puede plantear la duda de si nos encontramos en presencia de un contrato parabancario, en cuanto que revisten esta calificación los contratos que surgen por actividades parabancarias (*newbanking activities*)³¹, entendiéndolo como tales las que nacen a la sombra de las consideradas como tradicionales de la Banca y que presentan respecto a éstas cierta novedad por su origen, contenido y objeto. Y en efecto, podemos concluir que las permutas financieras tienen su origen en ciertas actividades bancarias y su objeto en algunos casos responde a operaciones que pueden estar apoyadas en otras típicas de los Bancos. Desde este punto de vista el contrato podría calificarse de parabancario. Pero hemos de convenir que en la actualidad las diferentes modalidades de permutas financieras no sólo atienden a operaciones principales pasivas, sino que se han extendido al aspecto activo de las empresas en general, estando encaminadas a maximizar los resultados de sus inversiones de riesgos. Además, la

determina que no podamos calificar el mismo como bancario. Por su parte, J. GARRIGUES (*Contratos bancarios*, 2ª ed., Madrid, 1975, p. 31), entiende como contrato bancario aquél que tiene por objeto una relación bancaria, en la que participa un Banco. Por ello, tal como hemos apuntado antes, hemos de concluir que en el contrato de permuta financiera, aunque en la mayoría de los casos interviene un Banco, no está cualificado necesariamente por la operación bancaria ni por la intervención de una entidad financiera, dado que puede perfectamente darse entre distintos sujetos no bancarios que realizan una operación de financiación, por lo que, en nuestra opinión, se delimita mejor su categoría como contrato de financiación, o incluso podría entrar en la categoría de contrato parabancario, pero designarlo como contrato bancario no nos parece del todo acertado.

³⁰ J. GARRIGUES, *Contratos bancarios*, 2ª ed., Madrid, 1975, p. 31.

³¹ Sobre estas actividades puede verse E. VERDERA Y TUELLS, «Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el Sistema Financiero español», en *Obra colectiva L'attività parabancaria*, Milano, 1987, pp. 193 ss.

actividad bancaria o parabancaria requiere la presencia de un Banco, y en las permutas financieras, como hemos dicho, tal presencia no es necesaria. La calificación como parabancario cubriría, por tanto, un aspecto sectorial de las permutas, pero no nos valdría con carácter general, habida cuenta el carácter unitario causal que venimos predicando del contrato.

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 cambio³². Esta tesis también presenta fisuras. En efecto, ya hemos significado que en la permuta financiera late una idea de «cambio», pero en un sentido económico, no jurídico, en cuanto que estas operaciones no consisten en un mero cambio de divisas o de dinero, sino que los *swaps* se configuran en base a obligaciones recíprocas de pago de cantidades monetarias, en virtud de los compromisos asumidos por las partes. Por consiguiente, no podemos inferir que exista un intercambio de prestaciones desde el punto de vista jurídico, dado que el dinero interviene en la permuta como medio de pago, pero no como objeto de la prestación. 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». De un lado, pueden existir contratos de permutas de divisas en los que ni siquiera, desde el punto de vista económico, se

³² Defienden el concepto de contrato de cambio, entre otros, ROSSELL, *op. cit.*, p. 197 y VALPUESTA GASTAMINZA, *op. cit.*, p. 1059. También ALONSO SOTO, en *op. cit.*, p. 440, conceptúa el *swap* como operación de cambio o trueque, por lo que «debe encuadrarse en la categoría de los contratos de permuta». En análogos términos se expresa F. VALENZUELA GARACH: «Con seguridad se trata de una operación de trueque incluíble en el contrato de permuta, aunque se declare como una modalidad especial del mismo, la financiera; ahora bien, para que esta conceptualización sea jurídicamente válida, deberá quedar superada la dificultad conforme al Derecho positivo (arts. 1538 CC y 346 CCO), que conlleva incluir como objeto de este contrato lo que no son más que medidas de valor representadas por las diversas modalidades de tipos de interés o de cotización de divisas: dificultad cuya superación parece hoy día admitida doctrinalmente, con apoyo legal en el artículo 1273 del CC» (en *Derecho Mercantil* (Coord. G.J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ), T. II, 6ª ed., Barcelona, 2000, p. 531). CREMADES SANZ PASTOR pone algunos reparos, calificándolo como contrato *sui generis*, perteneciente a la categoría general de los contratos de cambio (Cfr. «Aspectos legales...», *cit.*, p. 34).

intercambien los principales³³, pero es que, desde el punto de vista jurídico, lo que se asume por las partes es el compromiso obligacional de hacerse pagos recíprocos en distintas monedas. De otro, el devengo de intereses de estas cantidades es una singularidad que no encaja en los tradicionales contratos de cambio³⁴. Tampoco hay que olvidar que muchos inversores se acercarán a estas figuras contractuales con el único propósito de especular o mejorar sus activos, cuyo diseño escapa a los típicos contratos de cambio.

También se ha calificado el contrato de permuta financiera como contrato bancario de financiación³⁵, en atención a que el fin perseguido por las partes es fundamentalmente obtener condiciones financieras más ventajosas, con la intermediación bancaria. Ya hemos dicho que no nos parece acertada la calificación de contrato bancario, pero podríamos profundizar en la posibilidad de su catalogación como contrato de crédito o financiación. En las operaciones *swaps* subyace siempre el ánimo de servir a los agentes económicos de instrumento alternativo de gestión de su estructura financiera y de cobertura de los riesgos de mercado asociados a los mismos, así como de facilitarles el acceso a otros mercados financieros, sin olvidar los objetivos no menos importantes de ahorro de costes financieros o la liquidez de las inversiones. Desde un punto de vista económico, no cabe la menor duda de que nos encontramos ante una operación financiera. Mas desde el punto de vista jurídico estricto, podríamos tener alguna dificultad para definirla como contrato de financiación, pues si partimos de la idea de que, en sentido amplio, son contratos de crédito o financiación (*Geldgeschäfte*) aquellos en el que dinero es utilizado para fines exteriores del contrato³⁶, podemos

³³ Cfr. P. MALOY, «Origen, historia y futuro del Swap. Definición y tipos», en *La operaciones Swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*, Obra colectiva, Ed. Instituto de Empresa, Madrid, 1985, p. 12.

³⁴ Véase B.M. CREMADES SANZ-PASTOR, «Aspectos legales de las llamadas técnicas de financiera SWAP», en *Las operaciones swaps como instrumentos para mejorar la financiación de la empresa*, cit., p. 34.

³⁵ A. VILLAGÓMEZ RODIL, en «Permuta financiera (*swap*)», cit., p. 389. Como contrato de financiación también se califica la permuta financiera por E. M. VALPUESTA GASTAMINZA, «Las operaciones *swaps*», en la obra *Contratos Internacionales* (Coord. P. Blanco Morales), Ed. Tecnos, Madrid, 1997, pp. 1047 ss.

ciertamente concluir con la idea de que fundamentalmente no se delimita mejor su categoría atendiendo a estas pautas. En efecto, desde el punto de vista jurídico, tal catalogación puede parecer dudosa, dado que en un estricto concepto jurídico de financiación requiere la vinculación de las sumas obtenidas a las finalidades presentes del contrato, por lo que la permuta financiera desde esta óptica no podría calificarse como tal contrato de financiación, por faltar ese elemento caracterizador³⁷. Por otra parte, en la permuta financiera, las partes están situadas en pie de igualdad, situación que le diferencia de las operaciones de crédito. Cada parte es en el contrato de *swap* deudor y al mismo tiempo acreedor de la contraparte, manteniéndose un equilibrio de prestaciones a lo largo de la vida del contrato. Se puede decir que los convenios son simétricos, guardando cada parte los mismos derechos y obligaciones³⁸.

La jurisprudencia viene sosteniendo, en relación con la naturaleza jurídica de los negocios jurídicos, que la correcta calificación de un contrato ha de hacerse no en razón del resultado que, por unas u otras circunstancias, haya llegado a producirse, sino en función del verdadero fin jurídico (actual o potencial) que los contratantes pretendían alcanzar con el mismo o, lo que es igual, de la verdadera intención que los contratantes tuvieron al celebrarlo³⁹. En lo concerniente a permutas financieras, la jurisprudencia no ha tenido ocasión de pronunciarse. Sólo en alguna ocasión lo ha hecho tangencialmente, como el caso de la STS de 22 de julio de 1995 (R. Az. 5597), que se enfrenta a una permuta financiera un tanto especial. Con tal motivo, nuestro más alto Tribunal ha significado que nos encontramos en presencia de un contrato atípico, en el que no es dudosa su pertenencia al género asociativo, donde coexisten una variada gama de contratos.

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. Su calificación como financiero no es desacertada. Pero este término es tan amplio

³⁶ Cfr. J.R. BUITRAGO, *El leasing mobiliario*, Ed. Arañzadi, Pamplona, 1998, p. 89.

³⁷ Tal como, por ejemplo, razona para el contrato de *factoring*, GARCÍA-CRUCES, *op. cit.*, p. 84.

³⁸ CREMADES, «Aspectos legales de las llamadas...», *cit.*, p. 29.

³⁹ Cfr. STS de 4 julio 1988, (R. Az. 5413), Fundamento 6º.

y genérico que poco aporta en la labor de desentrañar su naturaleza jurídica, aunque explica el sentido o la finalidad que las partes pretenden al servirse de los mismos. Lo que las partes hacen es, por puras razones económicas, colaborar unas con otras en la consecución de un fin. Fin que en unos casos beneficiará exclusivamente a una de ellas, pero que en la mayoría de los casos repercutirá en beneficio de ambas. 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*).

Es cierto que no en todos los casos encontraremos presente ese matiz de colaboración financiera, por lo que, si pretendemos una caracterización más general, nos bastará con concluir que el contrato de *swap* es un contrato mercantil atípico, con causa única y naturaleza *sui generis*, en los que las diferentes clases no constituyen tipos esencialmente distintos, sino variedades de una misma figura contractual, que puede perfectamente concertarse entre distintos agentes económicos bancarios o no bancarios y cuya finalidad principal es la colaboración financiera.

4. NEGOCIABILIDAD DE LAS PERMUTAS

4.1. PROBLEMÁTICA DE LA NEGOCIACIÓN DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS

Las permutas financieras son calificadas habitualmente como operaciones OTC (*over the counter*) o «a medida». Es decir, los contratos son elaborados en función de las necesidades de los usuarios en cada momento, por lo que se realizan fuera de los mercados organizados, habida cuenta que las condiciones particulares (nacional, tipos, vencimientos, etc.) se pactarán según conveniencias, aunque hay que señalar, no obstante, que existen modelos normalizados para las cláusulas generales. Esto 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 en el que la

negociación se instrumentaliza a través de un órgano denominado «Cámara de Compensación» (*Clearing House*). Esta característica hace de los instrumentos financieros OTC herramientas altamente flexibles para la gestión empresarial, pero supone una obstáculo a la consecución de la liquidez que caracteriza los mercados organizados, en cuanto que 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 *swaps*, a través de la estandarización, han ido evolucionando desde su nacimiento, acercándose a las características de los mercados organizados⁴⁰.

Las permutas financieras, 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 o emisión del instrumento financiero) y que han sido expuestas anteriormente, tiene una ventaja añadida, cual es la posibilidad de negociarse en un mercado secundario, oficial o no, permitiendo en determinados momentos ceder dicho instrumento financiero a un tercero.

Por ello, varias son las posibilidades hipotéticas de negociación que se presentan para las permutas financieras:

1) Cesión total de la permuta a un tercero, que asume la posición de usuario final, subrogándose en las derechos y obligaciones del cedente. Se trata de un 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 no son otros que los derivados de cualquier cesión negocial, que por otra parte no se regula con carácter general ni en el ámbito civil ni en la esfera mercantil⁴¹. Para que tenga lugar el instituto de la cesión es necesario que exista una relación obligacional con prestaciones recíprocas que se encuentren total o

⁴⁰ Es patente que los mercados OTC en general y los de *swaps* en particular se debaten en la actualidad entre la flexibilidad y la liquidez, dado que una estandarización excesiva de estos mercados puede debilitar la capacidad de los intermediarios de responder a las necesidades específicas de sus clientes y reducir sus márgenes de beneficios, por lo que la estandarización es normalmente rechazada por los Bancos especializados en estos derivados (cfr. M.J. BARRO TELLADO, *Aspectos contables de las operaciones de permutas SWAPS...*, cit., pp. 53 y 54).

⁴¹ Frente a la llamada teoría de la descomposición, esto es, constatación de la cesión de cada uno de los efectos del contrato (cesión de créditos, asunción de deudas, etc.), ha tomado más cuerpo en la doctrina la teoría unitaria, que considera al negocio de cesión como un negocio único (Cfr. L. DÍEZ-PICAZO/A. GULLÓN, *Sistema de Derecho Civil*, cit., T. II, p. 266).

parcialmente pendientes de ejecución, extremo que se da en las permutas no cumplidas, habida cuenta que, en definitiva, se trata de compromisos de pagos periódicos y mutuos que suele hacerse por el sistema de liquidación por diferencias. 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 «contratante cedido», quedando el cedente -salvo pacto en contrario- liberado de sus obligaciones, que son asumidas por el cesionario⁴². 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 que un tercero asuma algún derecho u obligación contractual. Estaríamos en presencia de una cesión de crédito no endosable ni al portador, que se regula en los artículos 347 y 348 del Código de Comercio. De esta forma, *«los créditos mercantiles no endosables ni al portador podrán transferirse por el acreedor sin necesidad del consentimiento del deudor, bastando poner en su conocimiento la transferencia. El deudor queda obligado para con el nuevo acreedor en virtud de la notificación, y desde que tenga lugar no se reputará pago legítimo sino el que se hiciera a éste»* (art. 347 CCO). 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 CCO). Es palmario que, desde el punto de vista práctico, sólo tendrá relevancia la cesión de créditos, en su vertiente pasiva o activa, ya que la cesión de otros efectos del contrato carecería de sentido. En cualquier caso, la cesión parcial del contrato de permuta financiera tiene sus especialidades, habida cuenta la naturaleza recíproca del mismo. Ambos usuarios finales son titulares de créditos y asumen obligaciones recíprocas, ya que al llevarse a efecto el cumplimiento del contrato mediante liquidaciones periódicas, una parte puede resultar acreedora en una liquidación y deudora en otra, por lo que, desde el punto de vista operativo, se producirá a la vez una cesión de crédito y una asunción de deuda. Nos encontraríamos en estos casos, por tanto, ante una situación singular derivada de una subrogación en el crédito (art. 1212 CC) y una asunción de deudas por parte de la misma persona, para lo cual será necesario el consentimiento

⁴² Cfr. SS del TS de 6 marzo 1973, 26 de noviembre de 1982, 23 de junio de 1983, 20 de marzo de 1985 y 5 marzo de 1994, entre otras. Con carácter general puede verse: M. GARCÍA AMIGO, *La cesión del contrato en el Derecho español*, Madrid, 1964.

to 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 in consentido por los garantes también supondrá la extinción de la fianza, dado que existe una novación extintiva (art. 1847 CC).

3) De cara a su negociación en un mercado secundario, las permutas financieras, a diferencia de los valores mobiliarios, sólo 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 financieras se configurarían como secundarios o de negociación, lo que permite por exclusión afirmar la inexistencia de mercados primarios o de emisión de permutas financieras. 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 preparación de la negociación o generación de condiciones generales y la negociación por las partes, lo que nos daría un proceso similar a los mercados de opciones y futuros.

Sin embargo, hemos de significar que la negociación en mercados secundarios plantea serios problemas. Las dificultades que presenta esta negociación de las permutas financieras viene motivada por el carácter recíproco de estos instrumentos, que los diferencia de otros instrumentos financieros (por ej.: los bonos), en los que la relación es unilateral una vez que el activo se transfiere⁴³. Por tanto, para poder negociar una permuta financiera es necesario obtener el consentimiento de la contraparte. Estas dificultades podrían resolverse de distinta forma: a) Mediante una novación: se trataría de una auténtica novación subjetiva, en la que se extinguiría el contrato anterior, con las dificultades implícitas que lleva la cancelación de un contrato anterior, la realización de un segundo, formalidades y gastos. b) Mediante el acuerdo de asignación, que representa un convenio a tres

⁴³ Sobre las dificultades de calificar los *swaps* como valores mobiliarios, expresión contenida en la ley italiana 1/1991, puede verse F. CAPRIGLIONE, «Gli swaps come valori mobiliari», en *Banca e Borsa*, I (1991), pp. 792-796, el cual concluye: «Per vero, come già sottolineato dalla Consob anteriormente all'emanazione della legge n° 1 (cfr. Comunicazione n. SGE RM/90006538 del 12 novembre 1990), l'insituazione di mercati ufficiali, in cui saranno trattati anche contratti del tipo in esame, renderà possibile tener conto della funzione economico-sociale cui medesimi adempiono; la tutela dell'ordinamento farà aggio, quindi, sulla aleatorietà insita in dette negoziazioni».

bandas o tripartito que supone la extinción de las responsabilidades de la parte que ha asignado su posición al nuevo usuario final, el 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. Esta cesión viene a veces obstaculizada porque los contratos marco suelen prohibir la cesión o asignación.

Con objeto de facilitar la liquidez de este mercado y simplificar los problemas legales de la cesión o negociación de las permutas, se han propuesto varias soluciones:

1^a.- La primera sería el establecimiento de una Cámara de Compensación de Permutas⁴⁴, con la característica de mercado o sistema organizado de negociación de permutas financieras, oficial o no⁴⁵. Esta Cámara o Sociedad Rectora, en su caso, tendría como función principal asumir el riesgo de créditos de ambas contrapartes, facilitando el acceso a partes con menor solvencia. En la práctica, cada parte realizaría su permuta con la Cámara de Compensación (o Sociedad Rectora del Mercado oficial) sin que existiese ninguna relación con la contraparte final. A cambio de dicha labor, por el riesgo de crédito asumido, la Cámara cobraría una comisión⁴⁶. El inconveniente de crear una Cámara de Compensación

⁴⁴ En nuestro país el Mercado Español de Futuros y Opciones Financieras está contemplando la posibilidad de actuar como cámara de compensación en las operaciones de permutas financieras, en tanto que en otros países, como Estados Unidos, ya existen entidades que desempeñan su papel en este cometido.

⁴⁵ Hay que tener en cuenta que los mercados secundarios oficiales de valores son mercados de instrumentos financieros regulados en la LMV y sometidos a la supervisión de la CNMV, los que también se conocen en la Unión Europea como mercados «regulados». Pero no todos los mercados de instrumentos financieros deben tener la consideración de mercados oficiales. En efecto, el artículo 31.2 de la LMV refiere los que se consideran mercados secundarios de valores, pero el ordinal 4 de dicho precepto permite la existencia de otros mercados secundarios organizados o sistemas organizados de negociación de valores u otros instrumentos financieros que no tengan la consideración de mercado oficial. En este supuesto deberán ser autorizados, previo informe de la CNMV, por el Gobierno, o, en el caso de mercados de ámbito autonómico, por la Comunidad Autónoma correspondiente con competencias en la materia. Por consiguiente, en el supuesto de permutas los mercados secundarios organizados podrían ser de dos clases: los oficiales o regulados, que se registrarían por la normativa específica de la LMV y los secundarios no oficiales autorizados, y cuyo régimen jurídico se habría de contener en la autorización gubernamental o autonómica, en su caso.

viene dado por la oposición de los grandes Bancos que ven peligrar sus beneficios al operar directamente con sus clientes⁴⁷.

2ª.- Otra solución pasaría por la titulización de las permutas, mediante la creación de un instrumento libremente asignado, lo que las haría más atractivas de cara a su liquidez, aunque se perdería el carácter de la reciprocidad⁴⁸. La titulación podría hacerse de varias formas: emisión de títulos que lleven implícitos una permuta financiera, que serían útiles para las permutas de activos, esto es, para inversores; construcción de permutas sintéticas con cláusulas de *cap* y *floor*, que desgajaría la permuta en varias operaciones; y división de la permuta en activos negociables, lo que permitiría estructurar el *swap* en un doble contrato entre dos partes respecto a un determinado activo. Cada activo contendría la promesa pura y unilateral de realizar pagos periódicos 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.

⁴⁶ Para el supuesto de que prosperase el proyecto relativo a la constitución de una Cámara de Compensación o se aceptase su registro en la Cámara que actualmente existe para futuros y opciones, la operativa del mercado sería semejante a la que actualmente existe para los futuros y opciones. El esquema operativo, según P. LAMOTHE/J.A. SOLER, *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, cit., pp. 85-86, sería, en resumen, el siguiente: A las diferentes entidades financieras interesadas se les exigiría una serie de garantías para ser aceptadas como miembros del mercado, abriéndoseles las correspondientes cuentas; el flujo neto de cada posición en cada fecha de devengo sería cargado o abonado por la Cámara a cada miembro a través de las cuentas de tesorería del Banco de España. Por su parte, los servicios prestados por la Cámara serían: actuaría como contrapartida en todas las operaciones registradas; realizaría los cálculos necesarios para determinar los flujos netos correspondientes a cada miembro; realizaría la actualización diaria de garantías; liquidaría a cada miembro los cobros o pagos en cada fecha de devengo; informaría diariamente a cada miembro de su posición neta, flujos devengados y garantías exigidas.

⁴⁷ Cfr. A. DE LA TORRE, *Operaciones de permutas...*, cit., p. 163.

⁴⁸ Sobre fondos de titulización, puede verse: A.J. TAPIA HERMIDA, *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Ed. Dykinson, Madrid, 1998, pp. 277-327.

4.2. POSIBILIDADES DE ORGANIZACIÓN DE MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE PERMUTAS FINANCIERAS

El título IV de la LMV está dedicado a la regulación de mercados secundarios oficiales de valores. El artículo 31.1 los define como *«aquellos que funcionen regularmente, conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo, y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad»*. Según el ordinal 2 del citado artículo se consideran mercados secundarios oficiales de valores: a) Las Bolsas de Valores; b) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, gestionado por la Central de Anotaciones; c) Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero; d) Cualesquiera otros, de ámbito estatal, que, cumpliendo los requisitos previstos en el apartado 1, se autoricen en el marco de las previsiones de esta Ley y de su normativa de desarrollo, así como aquéllos, de ámbito autonómico, que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia. Por su parte, el artículo 2,2º de la LMV, según redacción dada por la Ley 37/98, de 16 de noviembre, establece que también quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley, además de los valores negociables emitidos por personas o entidades, y agrupados en emisiones: «[...] b) los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de «permuta financiera», siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no. Hasta ahora, tal como hemos venido exponiendo, estos contratos se conforman o negocian en mercados secundarios no organizados (OTC). En la realidad presente todas las actividades que se realicen bajo estas modalidades en mercados no organizados quedan sometidos, a tenor del artículo 2º, párrafo 2º, de la LMV, al ámbito de dicha Ley.

Pero ello no supone que no pueda, salvándose las dificultades, establecerse un mercado secundario oficial de negociación de las permutas financieras. Es patente que todos los instrumentos derivados individualizados que contempla la LMV en su artículo 2.b), entre los que cabe incluir las permutas financieras cuyo objeto sean los especificados en dicho precepto legal, son susceptibles de negociación, compensación o liquidación en cualquiera de nuestros mercados secundarios

oficiales de futuros y opciones⁴⁹. Este hecho, como ha señalado A. CUENCA, tiene verdadera trascendencia práctica en relación a las permutas financieras u otros derivados que puedan aparecer en el futuro, adoptando un esquema o estructura contractual distinta a la de los «futuros» y «opciones», en cuanto que los contratos financieros a plazo y los contratos financieros de opción, si se normalizan, se convierten en instrumentos financieros análogos a los que ya son objeto de negociación en los Mercados organizados existentes. En todo caso, si se pretende negociar estos instrumentos en uno de nuestros mercados de derivados organizados, será necesaria su normalización a través de la elaboración de las correspondientes Condiciones Generales⁵⁰. Sin embargo, debemos concluir que la especial peculiaridad de las permutas financieras permite apuntar la necesidad de crear un Mercado propio de «Permutas Financieras», con especiales características, independiente de los Mercados Secundarios de Futuros y Opciones. Para ello, se impondrían algunas reformas legislativas, dado que el artículo 31.2º contempla como mercados secundarios oficiales de valores, además de las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública Anotada, a los Mercados de Futuros y Opciones, «cualquiera que sea el tipo de activo subyacente». Sería, por tanto deseable, como cuestión de *lege ferenda*, contemplar este precepto legal con la inclusión de ese nuevo mercado secundario oficial, debiendo ser las condiciones para su negociación, compensación y liquidación 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, la reglamentación del mismo, regulando el acceso a la

⁴⁹ La Disposición Adicional 10ª de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, establece un régimen especial para las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual. El acuerdo deberá reunir los siguientes requisitos: 1º. Que al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, o entidades no residentes autorizadas para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades o empresas. 2º. Que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica, que abarque todas las operaciones financieras incluidas en el mismo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto de las operaciones vencidas, calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual. Respecto a la resolución y compensación de créditos en los supuestos de suspensión de pago o quiebra, puede verse el capítulo VIII, de este trabajo.

⁵⁰ A. CUENCA GARCÍA, *Los mercados secundarios...*, cit., p. 88.

condición de miembro, la admisión, suspensión y exclusión de la negociación oficial de estos instrumentos financieros, la concentración de operaciones en el mercado, la formación del precio oficial, la información al mercado y la publicidad de las operaciones.

En el supuesto de negociación en un mercado secundario organizado, oficial o no, a estos instrumentos financieros les serán de aplicación referidas normas. Ya hemos comentado cómo la reforma de la Ley de Mercados de Valores restringe los agentes a los que se les permite actuar en funciones de creadores de mercado, ya que 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 a los instrumentos financieros del artículo 2º de la LMV, entre las que se incluyen las permutas financieras, si dichas actividades se ejercen con carácter habitual (art. 64)⁵¹. A los agentes intervinientes les serán, pues, aplicables el régimen jurídico previsto en la LMV y en los preceptos que la desarrollan o complementan. Los mercados secundarios negociadores de permutas financieras se regirán por lo previsto en los artículos 31 y siguientes de meritada Ley, así como por todas las disposiciones reglamentarias que les sena aplicables. En consecuencia, habrá que tener en cuenta toda esta normativa en la potencial puesta en circulación y negociación de las permutas financieras, en cuyas especialidades no profundizamos por resultar ajenas al presente trabajo⁵².

⁵¹ Cfr. C. ROSSEL I PIEDRAFITA, *op. cit.*, p. 227.

⁵² Debe tenerse en cuenta lo dicho anteriormente sobre la singularidad de la negociación de la permuta financiera en un mercado secundario, ya que éstas, a diferencia de los valores mobiliarios, sólo 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 mercados de permutas financieras se configurarían como secundarios o de negociación, lo que permite por exclusión afirmar la inexistencia de mercados primarios o de emisión de permutas financieras, ya que a ese proceso deberíamos llamarlo «proceso formativo».