

LOS CONTRATOS DE FUTURO

JOSÉ LUIS GUERRERO BÉCAR
Pontificia Universidad Católica de Valparaíso

RESUMEN

En los mercados financieros se efectúan transacciones de títulos valores con objetivos de rentabilidad, cobertura, movilización y optimización de activos financieros. Tales títulos tienen una primera manifestación en el ámbito económico y luego reciben regulación jurídica. Destacan por su novedad los derivados financieros y dentro de ellos los contratos de futuro. Estos son una figura novedosa que tiene sus orígenes en un contrato de compraventa pero que han evolucionado gracias a la ingeniería financiera a un acto jurídico con características que le son propias, no asimilable hoy a las figuras contractuales típicas de nuestra legislación. A estos contratos les serían aplicables las normas del Código de Comercio, en especial las relativas a la costumbre mercantil y en subsidio las disposiciones del Código Civil. La determinación de su naturaleza jurídica no es fácil. En este trabajo se los considera como un contrato atípico, nominativo, definitivo, consensual, principal, de adhesión y mercantil. Si opera en un mercado organizado requiere, además, que sea registrado en una Cámara de Compensación.

PALABRAS CLAVES: futuros; opciones; títulos valores; mercado organizado; *forward*; *swaps*; cámara de compensación; contratos atípicos; derivados financieros.

ABSTRACT

In the financial markets, transactions of securities with prospects of profitability, coverage, mobilization and optimization are carried out. Such securities first manifest themselves in the economic sector, subsequently receiving juridical regulation. Financial derivatives stand out because of their novelty and, among them, futures contracts. This is a new concept that originates in a purchase-and-sale contract although, due to financial engineering, it has evolved into a legal transaction with its own characteristics, now unassimilable into the typical contractual concepts in our legislation. Commercial Code regulations —especially those pertaining to commercial practice and, alternatively, Civil Code provisions — would be applicable to these contracts. Determining their juridical nature is not an easy task. In this paper, they are considered atypical, definitive, consensual, principal, commercial and standard-form contracts. If they are transacted in a regulated market, registration in a Clearing House is called for.

KEY WORDS: futures, options, securities, regulated market, forward, swaps, clearing house, atypical contracts, financial derivatives.

I. INTRODUCCIÓN

En los mercados financieros se efectúan transacciones de títulos valores con objetivos de rentabilidad, cobertura, movilización y optimización de activos financieros. Estos mercados han evolucionado constantemente y nuestro país no ha estado ajeno a esta experiencia propia de la globalización de los mercados. Así, en los mercados nacionales se han incorporado distintos títulos valores, instrumentos, activos o productos financieros¹, generados y transados en otros mercados lo que ha obligado a actualizar nuestra normativa, principalmente, la Ley del Mercado de Valores N° 18.045 y otras normas especiales que regulan las transacciones en los mercados financieros.

La experiencia nos indica que estos títulos tienen una primera manifestación o nacen en el ámbito económico y luego cuentan con una regulación jurídica específica. Las primeras transacciones se realizan fundadas en el respeto, confianza y costumbre mercantil. Así, por ejemplo, los seguros de cambio se han suscrito durante mucho tiempo en la actividad bancaria nacional sin necesidad de una regulación jurídica específica.

Una de las novedades contemporáneas en los mercados financieros son los mercados de derivados, principalmente futuros y opciones. Son mercados que, si bien es cierto, sus orígenes son bastante remotos, su relevancia y maduración financiera sólo se ha logrado en el siglo veinte, particularmente desde la década de los setenta en los Estados Unidos de América.

Los instrumentos financieros y particularmente los derivados en su función de cobertura pueden ser de especial interés para Chile, atendido el hecho que la economía chilena está sujeta aún a la variación constante de los precios de sus *commodities* en los mercados internacionales. A vía de ejemplo, los contratos de futuros y las opciones pueden ser útiles para establecer coberturas frente a variaciones de precios futuros, lo que permitiría desarrollar planificaciones y proyecciones de ingresos a mayor plazo, no estando sujeta la economía nacional a las variaciones diarias de los precios de sus exportaciones.

Por otro lado, nuestro comercio exterior e inversiones necesitan regular los tipos de cambio o tasas de interés de créditos tomados en el exterior. Los productos derivados (futuros y otros similares) entregan beneficios en estas áreas, productos que manejados adecuadamente pueden entregar diversas utilidades a la economía nacional. Lo dicho de nuestras relaciones con el exterior, también es válido para las operaciones en el mercado interno.

¹ Normalmente en el ámbito financiero se hacen sinónimas las expresiones "títulos valores", "títulos", "valores financieros", "productos financieros", "activos financieros" o "papeles", esta última expresión cada vez más en desuso gracias al fenómeno de la desmaterialización de los títulos valores.

En las finanzas internacionales los productos derivados no son extraños e implican altos volúmenes en sus transacciones en los mercados monetarios. Sin embargo, en todos ellos, en una primera etapa, ha existido desconocimiento del funcionamiento financiero y jurídico de los mismos.

En nuestro país existen pocas manifestaciones de estos productos derivados y nuestro acercamiento más general o público a los mismos ha estado marcado por la desconfianza al contar con uno de los casos que ha reportado mayores pérdidas en estos mercados a nivel internacional, el denominado caso Codelco. Sin embargo, podemos anticipar que como en todos los casos de altas pérdidas y consecuentes ganancias para la contraparte, son producidos por falta de control y cobertura, a lo que el denominado caso Codelco no escapa.

Más pronto que tarde por la inercia propia de la globalización, estos mercados se consolidarán en nuestro mercado de valores, de allí que estemos que exista la ventaja del camino lento que nos permitirá estudiar financiera y jurídicamente los alcances de estos mercados aprendiendo de la experiencia comparada.

Nuestra Ley del Mercado de Valores, reconoce la posibilidad de existencia de un mercado organizado de futuros y otros derivados, a través del reconocimiento en su texto desde 1993, de las Cámaras de Compensación o *Clearing House*.

Existe poca literatura jurídica, a diferencia de la financiera, sobre los derivados financieros. Su calificación jurídica en la escasa doctrina existente puede ir desde la simple analogía a figuras contractuales conocidas a la complejidad de la creación de figuras nuevas en el ámbito del derecho. Normalmente los autores nacionales que han escrito sobre estas figuras, buscan una aproximación a categorías contractuales clásicas, en mi opinión el proceso debe ser inverso, reconociendo una realidad, estos contratos hoy son verdaderos productos, así se habla de comprar o vender "contratos", existe una utilización del derecho con fines financieros, es por ello que primero, en lo posible debe entenderse estas figuras desde el punto de vista financiero, lo que implica no cierta dificultad para los juristas, y luego aplicar el derecho sobre ellos.

Para aproximarnos al análisis anunciado iniciaremos el estudio de los derivados financieros a partir de los contratos de futuros, desde una perspectiva financiera. Lo anterior, no pretende sino ser el punto de partida de un análisis, una introducción a este nuevo campo infinito de interacción del derecho y la economía.

II. ORÍGENES

Los contratos de entrega futura de productos (*commodities*) parecen existir desde tiempo inmemorial. Se inician con productos agropecuarios y meta-

les. Las partes contratantes buscaban protección contra las fluctuaciones de precios experimentadas por dichos productos. Para ello se celebraban contratos que proporcionaban cobertura adecuada ante tales oscilaciones².

Un primer mercado se remonta al siglo XVII en Japón, en él se negociaban contratos de futuro sobre arroz. Más tarde en el siglo XIX, aparecen operaciones de futuros en Inglaterra (1826). Es, sin embargo, en EE.UU. donde toman auge y desarrollo los mercados de futuros. Su evolución se inicia en el *Chicago Board of Trade* (CBOT) a partir de 1848, negociándose contratos sobre trigo y maíz al contado y a plazo. “La incertidumbre en el precio de dichos cereales, fomentada por la Guerra de Crimea, hizo que los contratos a plazo tuvieran un volumen de transacciones importantes, y que se crearan contratos para otras mercancías. Con ello el mercado de Chicago obtuvo primacía en la negociación de contratos futuros”³.

Sobre la base de la experiencia adquirida y de las ventajas que estos contratos sobre *commodities* presentan para proporcionar cobertura de precios, se dio el paso hacia la negociación de otro tipo de contratos de futuros. La alta volatilidad de las divisas y de los tipos de interés llevó a que el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) estableciese en 1972 el primer mercado de futuros financieros sobre un certificado de participación de deuda hipotecaria garantizada por un organismo federal, la *Government National Mortgage Association* que surgió como mercado de futuro para renta fija. Posteriormente estos mercados fueron implementados en el resto del mundo. El primer mercado de futuros financieros europeos es el *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE) que se crea en Londres en 1982. Más tarde aparece el *Marche Terme International de France* (MATIF) en París.

El desarrollo de los mercados de futuro ha sido propiciado por el aumento de la volatilidad de los tipos de interés en la economía mundial desde los años setenta del siglo XX. A ello han contribuido especialmente el establecimiento del sistema de cambios flotantes en las cotizaciones de las divisas y la crisis del petróleo, que provocó un cataclismo en la balanza de pagos de los países industrializados.

En España, el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe favorable del Banco España, autorizó en septiembre de 1989 la creación de los mercados de futuros y opciones. El 8 de noviembre de 1989, OM Ibérica S. A., inició la contratación de opciones, y el día 16 de marzo de 1990, MEFF

² GONZÁLEZ DEL RÍO, Alberto, *Tributación de los mercados de futuros financieros*, en Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española 32 (1990), pp. 238 - 239.

³ FREIXAS, Xavier, *Futuros Financieros*, en *Documentos de Trabajo* 120 (La Caixa, Barcelona, 1990), p. 5.

S. A. comenzó la contratación de futuros en el MEFF (Mercado de Futuros Financieros) de Barcelona.

Tal como se mencionara, en Chile, los contratos de futuros tienen su reconocimiento legislativo a partir en la Ley del Mercado de Valores 18.045, en su modificación por la ley 19.301 de 1993, que incorpora en el título XIX, artículos 154 y siguientes, como uno de los agentes del Mercado de Valores a las Cámaras de Compensación, órganos necesarios para la existencia de un mercado organizado de futuros y opciones. La ley define las Cámaras de Compensación y establece los requisitos para su organización y funcionamiento.

Otras manifestaciones las encontramos en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile, que reconoce la existencia de estos mercados en el Título I, Capítulo VI, relativo a contratos de protección de tasas de interés a realizarse en el exterior, en bolsas extranjeras o fuera de ellas, y en el Capítulo VII, referido a los contratos de protección de productos y monedas extranjeras a realizarse en el exterior, en bolsas extranjeras o fuera de ellas. Bajo esta normativa se comprenden la compra y venta de futuros de tasas de interés y compra y venta de futuros de productos o monedas.

En materia tributaria, han existido pocas menciones, una de ellas en la circular número 7 del 12 de enero de 1979, del Servicio de Impuestos Internos. De la referida circular es posible inferir que el Servicio de Impuestos Internos confería a las transacciones en mercados de futuros el carácter de operaciones provenientes de capitales mobiliarios, ello en forma independiente si el contribuyente realiza estas transacciones con el objetivo de cobertura ante fluctuaciones de precios, o bien, con la finalidad de obtener rentas por tales operaciones.

La citada circular pone especial énfasis en el hecho que la operación que se realice con las Bolsas autorizadas en el extranjero sea sin entrega física de mercaderías, por cuanto, en tal situación la operación se encontraría afecta a otra normativa, como consecuencia de la importación o exportación de los bienes a que se refieren dichos contratos, situación que además requería la autorización de la Gerencia de Comercio Exterior del Banco Central de Chile⁴.

La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, asimismo, ha dictado Circulares⁵ en que se refiere a derivados financieros⁵.

⁴ SOLAR DÍAZ, María y ZAZO GARCIA, María, *Futuros y otros instrumentos financieros derivados* (Memoria de Prueba, Facultad de Derecho de la Universidad de Chile, Santiago 1996).

⁵ Por ejemplo, Circular 2.796 - 1.108 de 14 de noviembre de 1994, sobre *Forward* Unidades de fomento - pesos y Circular 3169/1440 de 4 de marzo de 2002 sobre compraventa de divisas a futuro y *swaps* en el mercado local y sobre opciones con derivados en el mercado externo.

III. MERCADOS FINANCIEROS

En el ámbito financiero se conoce como mercados financieros a aquellos mecanismos o lugares en que se realiza la negociación de activos financieros ya sea en forma electrónica, telefónica o a viva voz.

En todo mercado financiero y por ende en los mercados de derivados financieros, se dan diversos procesos o etapas:

a) Negociación: Interacción de ofertas y demandas.

b) Contratación: Las partes transmiten las órdenes de compra y venta por medio de sistemas electrónicos normalmente a la Cámara de Compensación.

c) Registro (aplicaciones⁶): En el momento en que se registra una transacción en la Cámara de Compensación, nace la obligación del cliente y del miembro interviniente (intermediario, corredor o agente) de suministrar a la Cámara, la correspondiente garantía.

d) Liquidación (pago) ya sea diariamente o al momento del vencimiento, proceso efectuado por la Cámara de Compensación.

e) Compensación (entrega): Diariamente la Cámara de Compensación realiza compensación de ganancias y pérdidas registradas en ese día y procede a poner a disposición de los miembros el detalle y el resultado de su liquidación y la de sus clientes, los cuales si existen pérdidas deben enterar un importe en concepto de garantía.

En la fecha de liquidación los miembros (normalmente intermediarios de clientes) deben pagar a la Cámara o reciben de ella la diferencia entre precios aplicables a los contratos de futuro abiertos según liquidación diaria de ganancias y pérdidas. En algunos casos, los menos, se produce la entrega del activo subyacente al día del vencimiento (ejemplo: entrega de *commodities* tales como trigo, cobre, etc., o dinero producto de operaciones con tasas de interés o índices bursátiles).

En los mercados organizados, es decir, que los que cuentan con Cámaras de Compensación, según explicaremos más adelante, los procesos de registro, liquidación o pago y compensación o entrega son realizados a través de estas instituciones que otorgan garantía y control al mercado o bien sociedades asociadas o reguladas por la sociedad rectora del mercado (Cámara de Compensación).

Las operaciones en los mercados financieros pueden clasificarse como operaciones al contado, esto es, aquellas en que los procesos son simultáneos y consecutivos o bien son realizados en un reducido campo temporal u operaciones a plazo, esto es, aquellas operaciones en que los procesos son en

⁶ Aplicaciones: Operación al margen del mercado. Las partes comunican al mercado la operación a fin que se registre y se proceda a la liquidación y compensación.

plazos superiores a las operaciones al contado. Todos los productos derivados se realizan a través de operaciones a plazo.

IV. PRODUCTO DERIVADO Y SUBYACENTE

Un producto derivado, es un Instrumento financiero que se negocia tomando como referencia a un subyacente (normalmente un activo negociado al contado) permitiendo tomar, reducir o eliminar riesgos en base a acuerdos de liquidación y compensación a plazo firme o condicionados. Algunos ejemplos de productos derivados son los contratos de futuro, opciones, *forwards*, *swaps*, todos ellos estructurados sobre subyacentes de tipo *commodities* o instrumentos financieros (tipos de interés, divisas, índices y acciones)⁷.

Por otro lado en términos financieros, se entiende por subyacente a los objetos, sean *commodities* o instrumentos financieros que se toman como referencia para negociar un producto derivado. Un ejemplo sería el utilizar el Índice IPSA o IGPA de la Bolsa de Valores de Santiago, o la tasa LIBOR a nivel internacional.

Los principales mercados de derivados, esto es, mercados de contratos de futuro y mercados de opciones, se enmarcan dentro de un mercado organizado, esto es, se transan en mercados que cuentan con Cámara de Compensación.

V. MERCADOS DE DERIVADOS FINANCIEROS

Los mercados de derivados financieros, así como todo mercado, tienen por función poner en contacto a los agentes que intervienen en el mercado y fijar precios de los activos (parámetros). El principio rector de todo mercado de derivados es la liquidez, para ello se deben cumplir 5 condiciones básicas: i) amplitud: amplia gama de productos; ii) transparencia: acceso a la información, normalmente se contratan empresas especializadas; iii) libertad de contratación no absoluta ya que existen los denominados miembros del mercado, pero no deben existir barreras de salida muy altos (*spread* o diferencias de entrada y salida deben ser bajos); iv) profundidad⁸: además de *spread* reducido, debe existir un volumen de contratación importante; y

⁷ Sin perjuicio, que el presente trabajo se circunscribirá a los futuros, más adelante se conceptualizan algunos de estos derivados, para conocer sus diferencias con los contratos de futuros.

⁸ Para mantener un volumen de contratación se celebran acuerdos con *market-makers* o creadores de mercado, que son instituciones financieras que en momentos de bajo volumen de transacciones deben ofrecer precios para motivar el reinicio de transacciones.

v) flexibilidad: que el mercado a pocos segundos asuma nuevas informaciones del mercado en sus precios.

Los mercados de derivados pueden clasificarse según la organización del mismo y el tipo de producto que se transa en ellos, a saber:

a) Mercados según su organización: i) mercados centralizados y descentralizados. Los mercados centralizados, son aquellos que cuentan con un mercado electrónico interconectado, los mercados descentralizados son aquellos en que las transacciones se realizan a través de *brokers* o intermediarios; o ii) mercados organizado y no organizados. Un mercado organizado⁹ es aquel que tiene Cámara de Compensación y un mercado no organizado¹⁰, es aquel mercado que no tiene Cámara de Compensación. En este último mercado existe el riesgo de contrapartida, esto es, que la contraparte no cumple con su obligación correlativa y nadie garantiza el buen fin de la operación, de allí que en estos casos las operaciones son sólo operaciones *forwards*¹¹ y no operaciones de futuro ya que para que éstos existan en el mercado financiero es indispensable que el mercado se desarrolle en torno a una Cámara de Compensación.

b) Mercados según tipo de derivados o subyacentes: según el tipo de derivados o sus subyacentes, los mercados de derivados financieros se clasifican en: i) mercados de *commodities* o materias primas, por ejemplo, cobre, trigo, soya, etc.; ii) mercado de derivados de renta fija: Opciones y futuros de tipos de interés de corto, mediano y largo plazo; y iii) mercados de derivados de renta variable: Opciones y futuros sobre índices bursátiles y opciones de acciones de Bolsa.

⁹ Algunos mercados organizados de derivados son: a) mercados de futuro, sobre: i) tipos de interés de corto, mediano o largo plazo; ii) divisas; iii) índices bursátiles; y iv) *commodities*. b) opciones, sobre: i) tipos de interés de corto, mediano y largo plazo; ii) divisas; iii) índices bursátiles; iv) acciones; v) futuros y vi) *commodities*.

¹⁰ Mercados no organizados u "over the counter" (fuera de mercado) se transan productos financieros hechos a medida de cada operación. En el lenguaje financiero se habla de "productos financieros hechos a la medida y servidos por el mostrador". Algunos ejemplo de productos en mercados no organizados: a) *Forwards* sobre: i) tasas de interés (FRA'S), ii) deuda pública, iii) divisas (seguro de cambio), iv) acciones; b) Opciones ordinarias sobre acciones; c) permutas financieras (*swaps*) sobre: i) tipos de interés (interbancario), ii) divisas, iii) acciones y iv) activos. d) opciones exóticas: i) digitales, ii) asiáticas, iii) *lookback*, iv) bonos matador (españoles); e) opciones sobre *swaps* (*Swoptions*) f) *caps, floots, collars*.

¹¹ Los *Forwards* son operaciones a plazo que se realizan directamente entre las partes y no a través de un mercado organizado, que además no permiten dejar mientras llega el plazo la posición o rol al cual se ha obligado.

VI. CONTRATOS DE FUTURO

1. *Concepto.*

Los autores han entregado innumerables conceptos de lo que debe entenderse por contratos de futuro o simplemente futuros; conceptos que varían de acuerdo a si son vertidos desde una perspectiva financiera o bien desde una perspectiva jurídica. Sin embargo, unos y otros, destacan como elementos característicos el cumplimiento de las obligaciones recíprocas emanadas del contrato, la fecha futura de su cumplimiento y la participación de una Cámara de Compensación como garante del cumplimiento de las obligaciones a cumplir en el futuro. Algunos autores incorporan la motivación o causa final de la celebración del contrato, que es principalmente la búsqueda de cobertura o limitación de riesgo frente a expectativas de cambio de precios a futuro.

Algunos conceptos:

Alberto González del Río: “Aquel por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato”¹².

Pablo Larraga y Miquel Sánchez: “Un contrato de futuros es un acuerdo, negociado en una bolsa o mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores en una fecha futura, pero con un precio establecido de antemano”¹³.

John C. Hull: “Un contrato de futuros es un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio cierto”¹⁴.

Otros conceptos de uso frecuente definen a los contratos de futuro como un contrato de compraventa, aplazada en el tiempo, donde hoy se pacta el precio, el producto y la fecha en que se llevará a cabo la transacción o bien lo definen como un contrato de compraventa de un activo subyacente a cambio de un precio futuro, a una fecha futura pactada.

Características comunes para definir e identificar un contrato de futuro,

¹² GONZÁLEZ DEL RÍO, Alberto, *Tributación de los mercados de futuros financieros*, en *Suplementos sobre el sistema financiero de papeles de la economía española* 32 (1990, p. 166.

¹³ LARRAGA, Pablo y SÁNCHEZ, Miquel, *Los Mercados de futuros y opciones financieras* (Apuntes del Master Interuniversitario en Administración y Dirección de Empresas MBA, Universidades de Barcelona, Autónoma de Barcelona y Politécnica de Cataluña, Barcelona 1997).

¹⁴ HULL, John C. , *Introducción a los mercados de futuros y opciones* (Madrid, Ed. Prentice Hall, 1996), p. 1.

serían las siguientes: a) en los contratos de futuros ambas partes asumen derechos y obligaciones recíprocas, b) el comprador tiene la obligación de comprar (recibir) un activo determinado (activo subyacente) a cambio de un precio pactado (precio futuro) en una fecha futura pactada (fecha de vencimiento), y c) el vendedor tiene la obligación de vender (entregar) un activo determinado (activo subyacente) a cambio del cobro de un precio pactado (precio futuro) en una fecha futura pactada (fecha de vencimiento).

En definitiva, un contrato de futuros es una contratación a plazo, que implica la determinación en el presente de parte de comprador y vendedor de: i) fecha de exigibilidad de las prestaciones recíprocas; ii) cantidad y calidad del objeto de la contratación; y iii) precio. En la fecha futura es que se harán exigibles las prestaciones y en ese momento la actitud de las partes deberá ser: del comprador, recibir el activo y pagar; del vendedor, entregar el activo y cobrar.

2. *Ejemplo de operatoria de un contrato de futuro*¹⁵.

Partes: Empresa comercializadora de vehículos y un cliente interesado en adquirir 10 camionetas de un modelo determinado.

Al día de hoy cada camioneta tiene un precio de \$ 7.000.000. Sin embargo, el cliente no quiere las camionetas hoy sino para un proyecto que comenzará su ejecución en un año más. El cliente estima que dentro de un año el precio de cada camioneta producto del alza del dólar alcanzará unos \$ 8.000.000. Por el contrario, la empresa cree que el lento crecimiento del país se superará rápidamente con una revalorización del peso sobre el dólar, por lo que estima que el precio sólo se reajustará según un I. P. C. de 3% a \$ 7.210.000.

Para asegurarse un buen precio, tanto de compra como de venta, las partes llegan a un acuerdo en virtud del cual la empresa se obliga a vender al cliente 10 camionetas que se entregarán en un año más a un precio de \$ 7.500.000, mientras que el cliente se obliga a comprar las 10 camionetas a ese mismo precio en el mismo período de tiempo.

La empresa acaba de vender un contrato de futuro y el cliente de comprar un contrato de futuro.

Hasta aquí nos puede parecer o bien un simple contrato de promesa de compraventa o una compraventa con ejecución diferida en el tiempo. Sin embargo, pensando en que es un contrato de futuro, es necesario incorporar algunos elementos característicos que lo diferenciarán de los tipos con-

¹⁵ Ejemplo adaptado de MEF RENTA VARIABLE, *Manual de Opciones y Futuros* (Inversor Ediciones, S. L., Madrid, 1995).

tractuales señalados: posibilidad de ceder los derechos de las partes sin notificación o acuerdo de la contraparte, pero además, cabe agregarse una diferencia fundamental y es que estos contratos sólo pueden suscribirse dentro de un mercado determinado y regulado, en que las partes no tienen acceso directo a su contraparte sino que contratan ambos con una Cámara de Compensación y actuando a través de intermediarios. Más adelante veremos la importancia de la Cámara de Compensación para una correcta operatoria del mercado y en especial para el cumplimiento del objetivo de cobertura de las operaciones.

3. *Posiciones dentro de un contrato de futuro.*

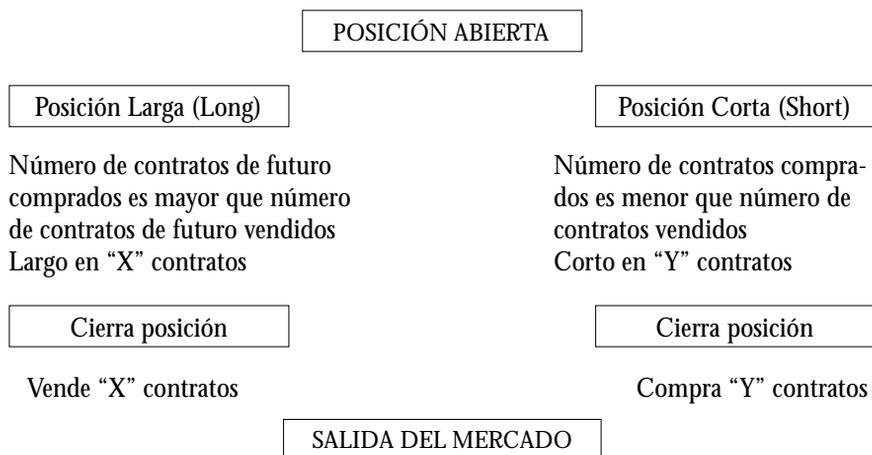
En un contrato de futuro, las partes pueden adoptar distintas posiciones, según el rol que cumplen en la operación, a saber:

a) Posición compradora: Asume una posición compradora aquel contratante que tiene la obligación de comprar el activo subyacente en un plazo y a un precio predeterminado (pagar y recibir). Existirán ganancias siempre que tenga la obligación de comprar barato (relacionando precio futuro real y precio actual). Se señala en términos financieros que juega al alza y cuenta con una posición larga. Incurrirá en pérdidas siempre que tenga la obligación de comprar caro (relacionando precio futuro real bajo en relación a precio del futuro pactado alto).

b) Posición vendedora: Asume una posición compradora aquel contratante que tiene la obligación dentro de un tiempo determinado de vender el activo subyacente a un precio determinado (entregar y cobrar). Existirán ganancias siempre que tenga la obligación de vender a un precio mayor (relacionando precio futuro real y precio actual). Se señala en términos financieros que juega a la baja y cuenta con una posición corta. Incurrirá en pérdidas siempre que tenga la obligación de vender barato (relacionando precio futuro real alto en relación a precio del futuro pactado bajo).

Es característica esencial de los contratos de futuros la posibilidad de ceder los derechos de las partes mientras no llegue el vencimiento del plazo. Sin embargo, una característica de estos contratos es que la cesión no se realiza por ninguna de las formas jurídicas conocidas tradicionalmente ya que se realiza adoptando una posición contraria a la que el contratante detenta, de modo que por compensación deja de tener la calidad de comprador o vendedor. Así, cada parte puede deshacer la posición compradora o vendedora a través de la cesión o cierre de posición como se le denomina financieramente, el cerrar una posición dependerá de las expectativas que tengan las partes respecto de las condiciones actuales y futuras del mercado.

Posicionamiento en el mercado de derivados y cambio de posición:



4. *Funciones o finalidades de los contratos de futuro.*

a) **Función de cobertura.** Mediante la liquidación de un contrato de futuro se obtiene seguridad frente al riesgo que para la operación principal supone las oscilaciones del valor económico del elemento subyacente sobre el que recae manifestado en las variaciones de precios, tipos de interés o índices.

Si una empresa productora teme que a futuro el precio de sus productos bajará en el mercado, estará dispuesta a ingresar al mercado de futuros para cubrir riesgos de esa baja esperada en los precios y se encontrará en ese mercado con otro agente que estima que debe comprar ese producto ya que supone, a contrario de su contraparte, que el precio subirá y para ello limitan el riesgo o asumen el riesgo en forma anticipada, riesgo que se representa en la posibilidad de variación de los precios a la baja o al alza, según corresponda.

La función de cobertura o protección frente a oscilaciones futuras de los precios debe considerar el cumplimiento de tres principios básicos: i) elegir el contrato idóneo para la cobertura, ii) tomar posiciones contrapuestas; y iii) calcular el ratio de cobertura, que me permitirá calcular el número de contratos necesarios para proteger mi posición.

Lo esencial en una función de cobertura, es tomar posiciones contrapuestas, por ejemplo si en términos financieros "va largo de cartera al contado" (contratos comprados son más que los vendidos), debe "colocarse corto de cartera de futuro" (debe vender contratos de futuro), con eso va compensando ganancias y pérdidas y puede mantener un precio. Lo anterior quedará más claro más adelante cuando revisemos un ejemplo de operatoria en función de cobertura.

b) **Función especulación.** Paradójicamente los contratos de futuro permiten realizar precisamente la operación contraria de la que es su finalidad

fundamental. En vez de cobertura, el contratante puede realizar la operación, contratar, sólo como una actividad de especulación (intentar maximizar los beneficios en el mínimo tiempo posible, aportando el mínimo de fondos propios). Sobre la base del margen aleatorio que ofrecen los contratos de futuro, el especulador realiza un pronóstico de la evolución de los precios en el mercado de contado, y actúa en consecuencia. Se trata pues, de adoptar una posición determinada en el mercado asumiendo totalmente el riesgo de variabilidad en los precios, con la expectativa de realizar una ganancia de capital en el menor tiempo posible.

La especulación en este mercado viene favorecida por la posibilidad de apalancamiento o *leverage* que ofrece el funcionamiento del mercado, ya que sólo se debe aportar una parte del valor del contrato en concepto de depósito inicial de garantía exigido por cada posición abierta (riesgo de posibles pérdidas). Así, por ejemplo, si adquiere una posición compradora sobre tasas de interés a un 10% anual, en un contrato por 10 millones de pesos, para contratar sólo tiene que aportar, por ejemplo un 0,5% (\$50.000) y luego va aportando a la Cámara de Compensación de acuerdo a las liquidaciones diarias que ésta efectúe de las ganancias o pérdidas que se van produciendo para lo cual se considera que el contrato se liquida ese día. En el fondo debe ir garantizado el diferencial de ganancia o pérdida de la tasa de interés sobre esos 10 millones, entre la tasa a futuro 10% y la tasa de contado de ese día (por ejemplo 8%). Esto hace que los mercados de futuros sobre instrumentos o índices financieros sean atractivos y de gran liquidez.

c) Función arbitraje. Consiste en la compraventa simultánea de un activo en un mismo instante en plazas o mercados distintos y a diferentes precios, quien realiza el arbitraje trata de obtener beneficio a través del aprovechamiento de situaciones anómalas en los precios entre diferentes mercados. Es la imperfección o ineficiencia de los propios mercados la que genera las posibilidades de llevar a cabo el arbitraje. Sin embargo, son precisamente dichas operaciones las que permiten que los precios vuelvan a ser eficientes, entendiendo por eficiencia en el precio la correcta formación de éste como confluencia de oferta y demanda. Por ejemplo se podría realizar arbitraje entre el futuro y contado de un activo, comprándolo en el mercado contado y vendiéndolo simultáneamente en el mercado futuro (*Cash and Carry*) o a la inversa (*Reverse Cash and Carry*)

5. Riesgos y costos de la contratación a futuro de activos financieros.

Una de las principales características de los activos financieros es la existencia de la relación riesgo/rentabilidad, esto es, a mayor riesgo mayor rentabilidad y viceversa. De esta forma, en todo activo financiero siempre estarán

presentes estos elementos que debe considerar el inversionista al momento de contratar. En general, en las transacciones de activos financieros se persigue rentabilidad asumiendo el inversionista el riesgo asociado, sin embargo, cada día es más frecuente la existencia de modalidades de los activos u operaciones destinadas exclusivamente a minimizar o disminuir estos riesgos asociados. En el caso de los instrumentos de renta fija, se elimina el componente de riesgo, y consecuentemente su rentabilidad es menor, por lo mismo, más que un instrumento propiamente de inversión podríamos definirlos como instrumentos de ahorro. Por el contrario, los activos que se transan en Bolsa, por ejemplo, acciones o transacciones de divisas u oro, en que muchas veces existe la especulación para obtener rentabilidad, conllevan en mayor medida el aleas de la ganancia o pérdida y consecuentemente de rentabilidad y riesgo. Los bonos o pagarés, aun cuando puedan incorporar una renta fija, implican para su tenedor un componente de especulación al decidir si transferir o no el instrumento en el mercado secundario antes de su vencimiento. La determinación de ese precio de reventa implica incorporar en el análisis elementos de rentabilidad y riesgo de acuerdo a las condiciones del mercado presente (*spot*) y futuro, o sea, del manejo de expectativas encontradas que se encuentran en esta transacción. Sólo se podrá apreciar la verdadera ganancia o pérdida de la transacción al momento de finalizar la operación con la llegada del plazo y el cumplimiento de la obligación, pero no en forma abstracta sino en el contexto del mercado (tasa de interés, inflación, costos de oportunidad, etc.) que se presente en esa oportunidad. De acuerdo a lo señalado, estos valores de deuda de oferta pública si bien pueden ser un instrumento de ahorro, en la esencia son instrumentos de inversión, que asocian riesgo y rentabilidad.

Los contratos de futuro, cuando su subyacente es un *commodity* son instrumentos derivados que representan transacciones sobre bienes que existen pero se posterga su entrega o bien no existen pero se espera que existan. Por tanto, los subyacentes sobre *commodities* consistirán en bienes que como género existen en el mercado actual y existirán en el mercado futuro, por ejemplo futuros sobre toneladas de cobre, toneladas específicas que no existen en el día cero, pero sí deben existir a la fecha futura que se pacta. También es muy probable que esas toneladas de cobre existan en el día cero pero se necesitan en el futuro y hoy tienen en el mercado un precio que las partes estiman que variará en el futuro por lo que desean minimizar las posibles pérdidas por la variación posible entre el precio actual y el precio futuro, obviamente ambos con expectativas contrapuestas.

De este modo, en su origen y fin, los contratos de futuros más que mecanismos de ahorro o inversión, son instrumentos que persiguen como objetivo principal la cobertura, minimización de pérdidas. Como las expectativas son contrapuestas, en el evento de ganancia, las partes asumen anticipa-

damente que éstas serán inferiores a las que podrían haber obtenido de haber asumido el cien por ciento de riesgo, ya que en esta función de cobertura, las ganancias se habrán compensado con las expectativas de pérdida que asumió en la transacción. En definitiva, en los contratos de futuro, existe una compensación de expectativas que controla los límites de ganancia y pérdida de ambas partes.

Sin perjuicio de lo ya señalado, además las partes pueden controlar el riesgo asociado a la inversión, cerrando sus posiciones anticipadamente, esto es, vendiendo o comprando contratos con una posición contraria, esto puede realizarlo desde la contratación inicial hasta el momento anterior a su cumplimiento, ello gracias a que recogen una característica esencial de los Títulos-Valores, expresada en el Artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores 18.045 que define a los títulos valores como títulos transferibles¹⁶.

En virtud de la propia transferibilidad de los contratos, a través del cierre de posición, que le otorga liquidez, comienzan a operar otros agentes del mercado que no les interesa mayormente el cumplimiento de la obligación subyacente –para ello cierran su posición antes del día del vencimiento– sino que utilizan el componente ganancia y pérdida intrínseco en estos contratos. De este modo los contratos de futuro se han transformado en instrumentos financieros de alta transacción, que gracias a la ingeniería financiera han evolucionado incorporando como subyacentes a índices bursátiles, tasas de interés, figuras que escapan a la característica de bienes físicos de entrega futura que originalmente caracterizaba a los subyacentes de los contratos de futuro.

Estos contratos de futuro evolucionados o ya propiamente productos financieros, en el fondo siguen manteniendo de manera indirecta la obligación de entrega futura. Por ejemplo, en índices sobre transacciones de acciones en Bolsa, por ejemplo IPSA. obviamente no existe posibilidad de entregar un índice porque no es una cosa material ni inmaterial comerciable, es solo un dato estadístico, pero quizás si se pueda entregar dinero derivado de operaciones matemáticas utilizando dicho índice, así los mercados e ingenieros financieros han derivado desde los originales contratos de futuro sobre *commodities* a productos netamente financieros que permiten una

¹⁶ Sin embargo, la misma ley 18. 045 en el Artículo 157 en nuestra opinión para tratar de señalar como se deben cerrar las posiciones, menciona una norma que puede parecer a primera lectura contradictoria con el Artículo 3.: Artículo 157 inc. 2º “*Los contratos registrados no podrán ser posteriormente transferidos. Toda cesión, traspaso u otro acto de comercio deberá ejecutarse mediante un nuevo contrato*”. En otras palabras si se puede transferir la posición o rol en un contrato, pero de una manera particular que ya hemos explicado, el *cierre de posición*: adquirir otro contrato con la posición contraria de manera que opere la compensación que anule la posición inicial.

oportunidad más de interacción del riesgo y la rentabilidad.

Debido a la especulación, siempre posible en estos mercados, en muchos casos las tasas de riesgo y rentabilidad son demasiado altas y consecuentemente se pueden producir grandes pérdidas y consecuales ganancias. Atendido lo señalado se han establecido controles y regulaciones, especialmente al organizar los mercados en torno a una Cámara de Compensación, evitando así, en lo posible, descalabros o escándalos financieros por falta de cobertura o posición contrapuesta, como sucedió en Chile con el denominado caso Codelco u otros conocidos a nivel internacional.

Así, los riesgos y costes asociados a las operaciones de futuros los podemos resumir en:

- a) Riesgo de valor o precio: variación desfavorable del valor del activo.
- b) Riesgo de insolvencia de la contrapartida: no cumplimiento de la obligación correlativa.
- c) Costos de transacción: Coste de comisiones y depósito de garantías a Cámara de Compensación.
- d) Costos de liquidación al vencimiento: Costes de la liquidación y compensación que se realiza al momento de cumplir con la obligación

Para reducir o eliminar riesgos (también asumir riesgos por especulación dada la expectativa de una rentabilidad mayor) se lleva la contratación a un mercado organizado en torno a una Cámara de Compensación, que proveerá el espacio donde se llevará a cabo la negociación, organiza el desarrollo de la sesión negociadora, registra todas las operaciones realizadas, difunde las cotizaciones y da publicidad a los precios de las operaciones realizadas, supervisa y vigila la sesión el cumplimiento de las normas establecidas por el reglamento del mercado. En el caso de mercados no organizados se negocian productos similares pero no existe garantía institucional del cumplimiento de las obligaciones contraídas en el mismo.

Un mercado organizado, reiteramos, se estructura en torno a una Cámara de Compensación y en él intervienen los denominados miembros del mercado.

6. *Miembros o agentes del mercado.*

Se consideran miembros del mercado las entidades facultadas para negociar contratos en él de conformidad con las especificaciones contenidas en el reglamento del propio mercado. En los mercados organizados, se requiere de un intermediario que no sólo tiene funciones de intermediación sino también de control y liquidación de las operaciones.

Los miembros del mercado se organizan a través de una Cámara de Compensación que cuenta con agentes autorizados para intermediar en las transacciones. Los compradores de futuros compran a la Cámara de Compensa-

ción y los vendedores de futuros venden a la misma Cámara. Por tanto, es indispensable la existencia de una Cámara de Compensación para la existencia de un mercado organizado de derivados.

En el caso de Chile, la ley de Mercado de Valores N° 18.045, a través de la modificación introducida por la Ley 19. 301 de 19 de marzo de 1994, incorpora el Título XIX denominado de la Cámara de Compensación, y en su artículo 154 establece que “las Bolsas de Valores podrán constituir o formar parte de una Cámara de Compensación, la que tendrá por objeto ser la contraparte de todas las compras y ventas de contratos de futuro, de opciones de valores de otros de similar naturaleza que les autorice la Superintendencia, que se efectúen en la respectiva Bolsa, a partir del registro de dichas operaciones en la mencionada Cámara. Asimismo la Cámara administrará, controlará y liquidará las operaciones, posiciones abiertas, cuentas corrientes, márgenes y saldos disponibles que efectúen y mantengan clientes y corredores en estos mercados”.

Los principales miembros o agentes del mercado son los siguientes:

a) Miembro liquidador custodio: Puede negociar directamente en el mercado por cuenta propia y por cuenta de clientes, debiendo responder de las obligaciones resultantes de las operaciones realizadas tanto por cuenta propia, como de clientes y otros miembros con los que así lo haya acordado y comunicado.

b) Miembros liquidadores: Puede negociar directamente en el mercado por cuenta propia y por cuenta de clientes. Al igual que en el Miembro Liquidador Custodio, debe realizar la constitución de las garantías por posiciones abiertas y las liquidaciones de pérdidas y ganancias diarias por las transacciones realizadas por cuenta propia y de clientes, así como por las realizadas por otros miembros con lo que así lo haya acordado y comunicado a la Sociedad Rectora. Además, deberá celebrar un contrato con uno o varios Miembros Liquidadores Custodios en los que realizará la constitución y el ajuste de las garantías diarias.

c) Miembro negociador: Actúa de intermediario, negocia directamente en el mercado por cuenta propia y por cuenta de clientes. Deberá establecer un acuerdo con uno o varios miembros liquidadores a través de los cuales el cliente liquidará sus operaciones y constituirá las garantías oportunas.

d) Creador de Mercado o *Market Marker*: Su función es garantizar la liquidez en el mercado ofreciendo en todo momento y de forma simultánea precios de compra y venta en aquellos contratos en los que se haya establecido.

Normalmente todos los miembros disponen de computadores conectados con el computador central situado en la sede de la Cámara de Compensación, a través de los cuales introducen las órdenes por cuenta de terceros y por cuenta propia. Por lo tanto, cualquier persona natural o jurídica que

quiera operar en el mercado deberá hacerlo a través de uno o varios miembros (excepto los market maker que tienen una función específica), cada uno de los cuales le abrirá una cuenta para uso exclusivo de operaciones en productos derivados. Además, en el caso de Chile, la Superintendencia de Valores y Seguros debe tener la supervigilancia general del mercado.

Comprador → Miembros → Cámara de Compensación ← Miembros ← Vendedor

Los contratos de futuros, como se ha señalado, en sus orígenes se conciben como una necesidad de aminorar el riesgo de incumplimiento en una compraventa sujeta a modalidades, esta figura que parte como un simple contrato bilateral, por medio de la ingeniería financiera, va perdiendo su connotación jurídica y se va “materializando” para transformarse en un producto financiero más que se transa en un mercado, el objeto de contratación, son precisamente contratos, el contrato se “cosifica” y se transa como un objeto teniendo un comprador y un vendedor de un contrato que a su vez tiene un comprador y un vendedor. El hecho que la transacción de los contratos de futuro deba realizarse a través de una Cámara de Compensación y a través de miembros del mercado, no son sino una manifestación de esta cosificación en que el objeto de la contratación, aunque sea redundante, es un contrato.

7. *Cámara de compensación.*

Por su labor de minimización del riesgo de contrapartida, una de las claves fundamentales del éxito de los mercados de futuros implantados en diferentes países es la existencia de la Cámara de Compensación (*Clearing House*).

Hay mercados en que el proceso de negociación lo realiza una sociedad diferente a la que efectúa el proceso de liquidación y compensación, como el caso de Chile en que la Cámara de Compensación sólo realiza la liquidación y compensación, pero no la negociación que queda entregada a los intermediarios. Otras legislaciones, como por ejemplo la española, para los contratos de productos derivados (futuros y opciones) contempla la existencia de una sola sociedad que adopta la forma jurídica de Sociedad Rectora y que integra todos los procesos necesarios para organizar la negociación, liquidación y compensación.

La existencia de una Cámara de Compensación permite que las partes negociadoras de un contrato no se obliguen entre sí, sino que lo hagan con respecto a la Cámara de Compensación, lo que supone eliminar el riesgo de contrapartida y permitir el anonimato de las partes en el proceso de negociación. La Cámara de Compensación realiza las siguientes funciones:

a) Garantizar el buen fin de las operaciones actuando como contrapartida de las partes contratantes, esto es, siendo comprador para la parte vendedora y vendedor para la compradora, b) determinación diaria del depósi-

to de garantías por las posiciones abiertas. Las garantías pueden ser iniciales, diarias o extraordinarias, c) control de riesgo en tiempo real, d) realiza la liquidación diaria de pérdidas y ganancias y e) realiza la liquidación al vencimiento de los contratos.



En definitiva, la Cámara de Compensación ejerce el control y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación, garantizando el buen fin de las operaciones a través de la subrogación en las mismas. Como la Cámara de Compensación elimina el riesgo de contrapartida para quienes operan en el mercado de futuros y opciones, debe establecer un mecanismo de garantías que le permita no incurrir en pérdidas ante una posible insolvencia de algún miembro del mercado, es por ello que exigirá un depósito de garantía en función del número y tipo de contratos comprados y vendidos. Para que dicha garantía permanezca inalterable, la Cámara de Compensación irá ajustándola diariamente por medio de la actualización de depósitos o liquidación de pérdidas y ganancias.

La Ley 18.045, en su artículo 156 letra d) y e) se refiere a este punto, al señalar: “Las Cámaras de Compensación tendrán las siguientes funciones: d) Informar a los corredores la falta o el exceso de margen y de saldos de las cuentas corrientes de sus clientes, al igual que la necesidad que éstos completen el margen, cuando corresponda. e) Ordenar a los corredores el cierre parcial o total de las posiciones abiertas de sus clientes por no cumplir éstos con los requerimientos de margen de coberturas”.

8. *Ejemplo de la operatoria de un contrato de futuro en una cámara de compensación (mercado organizado).*

Para explicar la operatoria, seguiremos un ejemplo bastante ilustrativo¹⁷ del mercado del café.

Partes: Juan Valdés (Plantaciones de café) y Luis Pérez (compra café y lo comercializa).

J. Valdés confía en que en 90 días más tendrá café suficiente para vender, pero su temor es que los precios desciendan. Hoy su valor es 8 Unidades Monetarias (Um. ¹⁸) por Tonelada.

L. Pérez, teme que a 90 días los precios puedan subir a 12, quiere llegar

¹⁷ Ejemplo clásico para explicar la operatoria de un contrato de futuro en un mercado organizado, esto es, con Cámara de Compensación.

¹⁸ Um. unidades monetarias.

a un acuerdo previo con Valdés, de modo de comenzar desde ya a comercializar el producto con sus clientes.

J. Valdés estima producir 200 Tn. Pactará un acuerdo a plazo.

Día 1 negocia, el día 90 liquida y entrega.

Pactan como precio, 8 Um. por Tn, con liquidación y compensación a 90 días, tratado de manera directa entre J. Valdés y L. Pérez sería un *forward* (mercado no organizado).

Riesgos de la operación: Riesgo de contrapartida (contraparte no cumpla):

i) Si el precio de la Tn de café de 8 Um. sube a 12 Um. en el mercado spot (contado). L. Pérez asume el riesgo que J. Valdés no le cumpla (vender a L. Pérez en 8 Um.) y venda su producción en el mercado a 12 Um. L. Pérez, a su turno, tiene clientes comprometidos a 10 Um. y para cumplir deberá ir al mercado spot a comprar a 12 Um. para vender a 10 Um.

ii) El precio de la Tn de café al día 90 en el mercado spot es 4 Um. , L. Pérez no cumple (comprar a J. Valdés a 8 Um.) y concurre al mercado spot a comprar las 200 Tn a 4 Um. cada una.

Para evitar estos riesgos se crean mercados organizados a través de una Cámara de Compensación. Respecto a este mismo ejemplo en la ciudad de Chicago a mediados del siglo XIX se crea un mercado organizado del café, al cual acuden todos los compradores y vendedores, lo que permite que el precio sea transparente y en él se refleje la información del mercado.

Si existe un mercado organizado, ya no negociamos *forwards*, sino contratos de futuro que se registran en un mercado que tiene un agente de control (Cámara).

Para evitar los riesgos de contrapartida, principalmente, en este evento, en nuestro ejemplo J. Valdés y L. Pérez, venderán y comprarán contratos de futuro sobre café.

La idea de cobertura implica que el precio de contado del día del vencimiento deba coincidir con el precio de futuro (fijado 90 días antes en nuestro ejemplo), para ello se van realizando por la Cámara de Compensación liquidaciones diarias de ganancias y pérdidas y va exigiendo pagos de garantías si existe un saldo en contra. La Cámara se interpone entre las dos partes, se subroga en comprador y vendedor, dando garantía al buen fin de la operación. La Cámara no negocia en el mercado, es contrapartida para el sólo efectos de minimizar los riesgos, y su remuneración es una comisión.

Las garantías iniciales las exigirá de acuerdo a la "volatilidad" del subyacente (variaciones de los precios del activo subyacente, en este caso el café), la volatilidad es la desviación estándar anualizada de los precios de ese producto. Mientras mayor volatilidad presente, mayor será la garantía inicial exigida (los instrumentos financieros tienen normalmente menor garantía, porque en definitiva no se entregan al vencimiento, en cambio los *commodities*

normalmente tienen un depósito inicial mayor, que es un porcentaje de la valoración total de la operación). Igualmente a mayor plazo, mayor sensibilidad, mayor riesgo, mayor garantía.

A diferencia de un *forward*, en que siempre se debe cumplir –aunque no esté asegurado el cumplimiento de la obligación–, en los futuros es posible que el contratante original no cumpla sin necesidad de llegar a un acuerdo con la contraparte, para ello basta que realice una operación en sentido contrario (ejemplo J. Valdés que inicialmente vende futuros puede comprar futuros por 200 Tn.) con lo que compensa y cierra su posición, siendo además la Cámara su contraparte no necesita negociar ni acordar nada con quien en definitiva se supone exigiría la entrega del subyacente o el pago del precio.

Cámara de Compensación:

Transcurso del plazo	Jaime Valdés	Precio spot	Luis Pérez
Día 1	0	8	0
Día 10	-0. 25	8. 25	+0. 25
Día 30	-0. 15	8. 40	+0. 15
Día 50	+0. 30	8. 10	-0. 30
Día 90	-3. 90	12	+3. 90
Liquidación	-4	12	+4

El día 90 se debe entregar el café: La operación se realiza a 12 Um. (precio spot o de contado de ese día) menos las compensaciones.

Jaime Valdés: entrega a 12 Um. – 4 Um. = 8 Um.

Luis Pérez: paga a 4 Um. – 12 Um. = - 8 Um.

La operación de cobertura es correcta, porque se iguala el precio del futuro fijado el día 0 (8 Um) al precio del mercado spot al día del vencimiento (12 Um. – 4 Um. = 8 Um.) .

La Cámara velará que una vez efectuada la liquidación diaria –comparación del precio spot o de contado de ese día con el precio futuro pactado originalmente– aquella parte que obtenga pérdidas deba ingresar el importe de la misma a la Cámara o bien compensarla con ganancias que tenga anotadas de dicha forma si llegado el día de liquidación –cumplimiento del contrato–, por ejemplo J. Valdés no desea entregar el café, la Cámara le entregará 4 Um. a L. Pérez, 4 Um. que ha exigido a J. Valdés durante el transcurso del plazo previendo el riesgo de contrapartida o incumplimiento, con este pago L. Pérez puede comprar en el mercado spot en el precio prefijado, ya que comprará más caro , 12 Um pero descontará 4 Um. que le entregó o en lo que le compensa J. Valdés a través de la Cámara y en definitiva su costo será de 8 Um. , esto es, lo originalmente pactado, cumpliendo el objetivo de cobertura.

9. *La estandarización de los contratos.*

Los contratos de futuro y también las opciones son instrumentos que presentan un alto grado de estandarización. Ello incorpora notables ventajas, pues simplifica los procesos e integra a los usuarios, incrementando los volúmenes de contratación y la liquidez de los mercados. La estandarización de los contratos se pone de manifiesto en los siguientes aspectos:

a) Número escaso de vencimientos con fechas específicas. Como regla general, en futuros sobre tipos de interés se suelen producir cuatro vencimientos anuales, que coinciden con una determinada fecha, por ejemplo, en España, en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. En renta variable los vencimientos suelen establecerse por períodos mensuales, cotizándose simultáneamente los tres meses más próximos y un cuarto mes relativamente alejado en el tiempo.

b) Importes normalizados por contrato. Cuando un operador cotiza un determinado número de contratos, quienes reciben la oferta o la observan en pantalla ya saben cual es el valor individual de los mismos, y en consecuencia conocen también el valor total de la posible operación a efectuar. También se conoce el valor mínimo de fluctuación de las cotizaciones, que en el argot operativo de los mercados derivados se conoce como “*tick*”. Las operaciones se deberán cruzar por números enteros, no pudiendo negociarse fracciones de contratos.

c) Horario de mercado y reglas de negociación. Los mercados de futuros y opciones tienen un horario específico de negociación y unas cláusulas específicas de los contratos que intentan cumplir las condiciones de máximo interés para el conjunto de los miembros que puedan operar en el mercado.

d) Posibilidad de cierre de la posición antes del vencimiento. Todo usuario del mercado de futuros y opciones que desee cerrar su posición anticipadamente, sin necesidad de esperar el vencimiento de los contratos, puede acudir al mercado y realizar una operación de signo contrario a la posición que posee, de tal manera que si tiene una posición vendedora deberá comprar contratos y si la tiene compradora deberá vender contratos. La posibilidad de no tener que mantener las operaciones hasta la fecha de vencimiento permite realizar operaciones de cobertura que se inicien o concluyan en “fechas rotas”, que es la denominación que reciben aquellos días diferentes a los del vencimiento.

En esta característica de la estandarización de los contratos de futuros y opciones, podemos apreciar una de las mayores manifestaciones de la derivación de un contrato que nace en sus orígenes históricos como una compraventa a plazo y se transforma en un producto financiero que mantiene algunos reminiscencias como es la necesidad de cumplir con las prestacio-

nes contraídas a la fecha del vencimiento, pero convirtiéndose en un verdadero producto o cosa comerciable (desde el punto de vista jurídico). Así, podemos apreciar y como ya lo hemos señalado anteriormente, que para facilitar su comercio y transacción, las partes pueden transferir sus derechos, pero para ello no realizan una cesión de derechos sino que por el contrario actúan en el sentido contrario a la posición acreedora o deudora que tienen en la obligación, vinculándose con otras obligaciones similares. Por ejemplo si se ha obligado como comprador de cobre a un plazo futuro y aprecia que las expectativas que ha tenido en torno a la fijación de ese precio futuro ha cambiado, para no tener que cumplir esa obligación se le permite antes del vencimiento, en vez de ceder sus derechos, que realice una operación contraria, esto es, que en otro contrato se obligue a vender la misma cantidad de cobre, con ello el día del vencimiento efectuará una simple compensación, en el mercado spot (contado de ese día).

De acuerdo a lo señalado, no debiera extrañarnos, por ejemplo, que en el mercado de futuros del cobre en diversas ocasiones Codelco pueda figurar con una posición compradora de cobre, ello es para compensar posiciones vendedoras que desea eliminar porque han cambiado sus expectativas, con esto se busca minimizar los riesgos por cambios de precios. Sólo se sabrá si existen pérdidas o ganancias al liquidar al vencimiento todos los contratos con posiciones compradoras y vendedoras y allí comprobar si el saldo es positivo o negativo. Cabe imaginarse que si al día del vencimiento se llega sólo con una posición abierta (compradora o vendedora) se asume todo el riesgo de ganancia o pérdida, y en el caso de pérdidas no tendrá como respaldarlas o compensarlas, lo que es absolutamente irresponsable para productores de *commodities*, ya que una actitud de esa naturaleza de posición abierta sin cobertura, no es propia ni siquiera de los especuladores, ya que éstos si bien buscan ganancias, igualmente las regulan cubriendo eventuales pérdidas. De otro modo se puede ganar mucho dinero, pero también producir la insolvencia y posterior quiebra de bancos centenarios. En aquellos casos de cuantiosas pérdidas como en el caso Codelco, se llega con una posición sin o con una mínima cobertura, en circunstancias que es precisamente en los mercados de los *commodities* donde los futuros y opciones deben utilizarse en su función de cobertura y no en su función de especulación.

Cuando un productor de *commodities* utiliza los mercados de futuro con fines de especulación y no de cobertura, se asumen distorsiones y riesgos innecesarios. De allí que los productores de *commodities* controlen a sus operadores en los mercados de futuro para que no pierdan la visión de su rol natural en esos mercados.

e) Existencia de depósitos de garantía y liquidaciones de pérdidas y ganancias. La Cámara de Compensación se encarga de fijar unos importes

que los usuarios del mercado deberán entregar en concepto de garantía por las operaciones que efectúen y al mismo tiempo fija unas reglas para la liquidación de las pérdidas y ganancias.

De esta forma los mercados organizados eliminan el riesgo de contrapartida, esto es, que llegado el día del vencimiento quien en ese momento tenga la posición compradora en el contrato, cumpla con su prestación al igual que la contraparte de pagar el precio.

Debe considerarse que con el desarrollo de los mercados derivados, es posible que quienes ocupen una y otra posición (compradora y vendedora) sean muchísimas personas, perdiéndose la confianza inicial de la contratación original. Sin embargo sólo importa que se cumpla con lo pactado, de allí la importancia de la estandarización de los contratos para la liquidez del mercado no importando quién dé cumplimiento a la prestación, obviamente no son contratos *intuitu personae*, más aún en aquellos casos en que los contratos de futuros recaen o subyacen sobre índices bursátiles, tasas de interés, etc. En nuestra opinión una lectura restrictiva, celosamente jurídica y no financiera del Artículo 157 de la Ley N° 18. 045¹⁹, puede hacer perder todo interés en que los agentes del mercado participen en un mercado de futuros a nivel nacional.

Lo anterior, nos llevará a preguntarnos si dentro de nuestro actual marco legal es posible realizar contratos de esta naturaleza, estandarizados, o de otro modo, preguntarnos si la legislación actual permite amparar y regular a los derivados financieros, principalmente futuros y opciones, con las características de liquidez necesarias para su adecuado funcionamiento.

Surgirán muchas dudas jurídicas respecto de estos contratos, por ejemplo, de acuerdo a nuestra legislación civil actual ¿es comerciable una tasa de interés variable, el IPSA, el tipo de cambio peso/dólar? La pregunta es esencial porque a diferencia de otras materias, el ámbito financiero-práctico no se detiene normalmente frente a discusiones doctrinales legales, éstas se ejecutan y es el derecho quien debe luego regular estas prácticas, particularmente porque como en toda actividad humana por muy financieras y técnicas que sean, surgen conflictos que requieren de su prevención o resolución mediante la aplicación de normas jurídicas.

En nuestro país ya existen situaciones similares, en que se ha tratado de regular o interpretar nuevos fenómenos mercantiles amparándose en los contratos innominados, aplicando principios y normativa de otras figuras ya existentes. Sin embargo, cada día la innovación es mayor y es necesario

¹⁹ Artículo 157 de la Ley N° 18. 045: “*Con el solo registro de una operación en la Cámara, se entienden celebrados los contratos de futuro y de opciones en su caso, entre la Cámara y cada una de las partes de la respectiva negociación./ Los contratos registrados no podrán ser posteriormente transferidos. Toda cesión, traspaso u otro acto de comercio deberá ejecutarse mediante un nuevo contrato*”.

que el derecho asuma esta nueva realidad y tome la iniciativa para regular estas nuevas formas de interacción, a vía de ejemplo: *leasing*, *joint venture*, *confirming*, *renting*, que muchas veces su único reconocimiento expreso es vía de circulares tributarias.

La estandarización de los contratos y de los diferentes procesos de negociación, liquidación y compensación es un aspecto muy ventajoso desde el punto de vista financiero, pues permite racionalizar todos los procesos y establecer una reducción de costos considerables, pero conlleva un proceso de desnaturalización jurídica de los contratos iniciales, ya mencionada.

Contribuye a la dificultad de darle un marco jurídico adecuado a los contratos de futuros y similares el hecho que la actividad financiera no se detiene y evoluciona constantemente a través de la denominada “ingeniería financiera” que busca crear nuevos productos que permitirán dar cada día mayor liquidez a los mercados y obtener rentabilidad en los mercados monetarios, es una especie de juego globalizado de “La Gran Capital” por lo que la estandarización de los contratos nos permite establecer reglas homogéneas y conocidas.

El camino que ha seguido el legislador, ha ido por comenzar por la regulación estructural del mercado, faltando mucho por avanzar, ya que será necesario una reglamentación clara para cada tipo de contrato de futuro u opción que se transe, de modo de darle garantía y transparencia a quienes intervienen en el mercado, velando la normativa por el cumplimiento de los principios rectores del mercado como lo son la transparencia, competitividad e información permanente que se refleje inmediatamente en los precios, lo que en nuestra legislación se deja en manos de la supervigilancia de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Por otro lado, algunos analistas financieros estiman que la estandarización va en contra de la especialización y por ello, cuando son necesarias operaciones especiales con fechas diferentes o con cláusulas específicas, recobran utilidad los productos denominados OTC (*over the counter*) que son contratos diseñados por acuerdo expreso entre las partes que negocian, sin necesidad de cruzar la operación en mercado organizado ni compensar ni liquidar a través de cámara de compensación.

“Utilizando una comparación relativa al sector de la confección, podríamos afirmar que los productos derivados a través de mercados organizados (futuros y opciones) son “*pret a porter*” (moda común o estándar) mientras que los productos OTC son “trajes a la medida”, y en consecuencia su costo va a ser más elevado porque sus prestaciones van a estar más ajustadas a las necesidades específicas de cada usuario”²⁰.

²⁰ LARRAGA, Pablo y SÁNCHEZ, Miquel, cit. (n. 13).

VII. ASPECTOS BÁSICOS DE OTROS PRODUCTOS DERIVADOS
(FORWARDS, OPCIONES, SWAPS)

1. *Forwards*.

Los autores Raúl y Gabriela Novoa²¹, señalan que los futuros financieros (no *commodities*) son básicamente *forwards* con características propias. En el mismo sentido el autor Ricardo Sandoval, señala que en lo medular el futuro financiero funciona de forma similar a un *forward* y refiriéndose a la naturaleza jurídica de este último, señala que su naturaleza jurídica es discutible porque tiene elementos que la sitúan entre el préstamo aleatorio y el seguro²². En nuestra opinión son productos plenamente diferenciables, existiendo una diferencia de género a especie (*forward*).

Forward “es un contrato que otorga el derecho y la obligación a comprar (vender) una cierta cantidad de un determinado activo, en una fecha futura dada, a un precio definido al inicio del período de vigencia del contrato”²³. En el derecho comparado a los *forwards* también se le denomina “contrato a plazo individualizado”, y es una operación de compraventa, en la que la entrega de la cosa así como el pago del precio pactado se posponen hasta una fecha determinada.

De los conceptos anteriores se puede apreciar que existe una coincidencia entre el concepto básico de este contrato y el de futuros. La diferencia radica en el hecho que los contratos *forwards* son hechos “a medida”, es decir, pactados por las partes estableciendo el contenido que a ambos conviene, mientras que los contratos a futuro son normalizados o estandarizados en un mercado organizado donde cotizan.

En el contrato *forward* las partes deciden directamente la cuantía del activo subyacente que se contrata, la fecha de vencimiento, y las garantías que cada uno de ellos ha de aportar, no existe garantía de un tercero interpuesto como Cámaras de Compensación. Al no existir mercado secundario, resulta muy difícil deshacer la operación. Como consecuencia el beneficio o pérdida resultante del contrato para cada una de las partes no se materializa hasta la fecha de vencimiento u ejecución del mismo. El cumplimiento del contrato es mediante la entrega de diferencias.

En Chile se utilizan *forwards* sobre divisas, utilizado como seguro de cambio por las empresas. Los importadores o exportadores concurren a un

²¹ NOVOA, Raúl y NOVOA, Gabriela, *Derecho del Mercado de Capitales* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1995), p. 164.

²² SANDOVAL, Ricardo, *Contratos Mercantiles* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 2003), pp. 317 y 318.

²³ NOVOA, Raúl y NOVOA, Gabriela, op. cit., p. 162.

banco frente a la expectativa de un cambio en el precio de la divisa a la fecha que deben adquirir o vender divisas, precio que estiman variará y podrá ser perjudicial a sus intereses. El banco busca una contraparte que esté dispuesta a comprar o vender dólares a una determinada fecha, agente que tiene una expectativa contraria.

En Chile existen los contratos *Forward* UF - Pesos, por acuerdo de sesión 379 del Consejo del Banco Central de Chile, 13 de octubre de 1994, se autorizaron estas operaciones para los bancos y sociedades financieras, se definen como "Una transacción entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y un tercero, en que ambas fijan el valor futuro de la UF".

2. Opciones.

Opción Financiera, es una operación a plazo que obliga al vendedor. El comprador tiene la opción, pero no la obligación de cumplir (si no cumple con la opción pierde la prima pagada). Son bastante parecidos a los futuros en cuanto a su operatoria y mercado, operan normalmente a través de mercados organizados y contratos estandarizados. Se distingue entre opciones americanas que pueden ejercerse durante un determinado período sin esperar el vencimiento y las opciones europeas que tienen fecha de ejercicio el último día del período. Se señala que la opción se estructura sobre la base de dos contratos: Preparatorio de opción y el de compraventa si se ejerce la opción.

En los contratos de opción a diferencia de los futuros, en que ambas partes entregan garantías o margen inicial de garantía a la Cámara de Compensación, en las opciones el comprador paga una prima que recibe el vendedor. Sólo el vendedor es quien aporta un margen inicial de garantía y los demás complementarios que sucesivamente sean necesarios en función de la evolución de los mercados. También puede aportar como garantía el activo subyacente.

Una ventaja de las opciones es que se minimiza la pérdida, cuantificándola en forma previa sólo al monto de la prima, a diferencia de los futuros que la pérdida dependerá a la desviación existente entre el precio del futuro y el precio contado, spot del día de la liquidación. Por ejemplo, si se fija para un *commodity* un precio de 100 y la prima de opción es 10, llega el día de cumplimiento del contrato y el precio del mercado contado *spot* es 50. Si teníamos un contrato de futuro, deberemos pagar 100, en circunstancias que si no hubiésemos contratado ese futuro, habríamos comprado el *commodity* ese día en 50, por tanto perdemos 50, pérdida del 100%, un bien o *commodity* de un precio en el mercado de 50 lo terminamos comprando en 100 (la contraparte gana 50). Para evitar esas pérdidas debería-

mos abrir una posición vendedora, o sea, contratar otro futuro con la posición contraria en este caso vendedora a 100 o un monto cercano (superior o inferior) a 100, así minimizamos pérdidas, aunque afectemos la ganancia potencial.

Si hubiésemos celebrado un contrato de opción en este mismo caso, lo que debemos hacer es no ejercer la opción de compra, perdemos la prima de 10 y concurrimos al mercado spot o de contado a comprar lo que necesitamos en 50, costo total 60 (10 + 50), pérdida del 20%. Por otro lado, nuestra contraparte ha ganado 10, porque ese día venderá en spot a 50 más 10 de la prima, 60 (si hubiese sido un contrato de futuro habría ganado 50, un bien de precio spot 50 se compraría obligatoriamente en 100).

3. *Swaps*.

Es un contrato por el cual las partes se obligan a hacerse pagos recíprocos en fechas determinadas fijándose cantidades que recíprocamente se han de pagar sobre la base de unos baremos o módulos objetivos.

“*Swap*, permuta, canje o intercambio, es un acuerdo contractual por el cual dos partes se comprometen a intercambiarse flujos financieros en la misma moneda (*swaps* de tipos de interés) o en distinta moneda (*swaps* de divisas) a lo largo de un período preestablecido”²⁴.

Los *swaps* suelen ser diseñados como instrumentos a la medida, por lo que se negocian fuera del mercado en contraposición a la negociación en mercados organizados. Son utilizados básicamente para aprovechar eventuales oportunidades de arbitraje entre dos mercados y también como instrumentos de especulación.

Así por ejemplo, se puede celebrar un *swap* de divisas entre dos entidades que hayan obtenido financiamiento en divisas y a plazos iguales. Se comprometen a intercambiarse esas deudas equivalentes en divisas a lo largo de un período preestablecido (evitan el riesgo de variación del tipo de cambio entre ellas), o en el caso de *swaps* sobre tipos de interés las empresas acceden al tipo de interés que desean, que es el que tiene la otra parte, que a su vez es una empresa que tiene un préstamo a un tipo de interés que es el que desea la primera.

VIII. RECONOCIMIENTO DE LOS CONTRATOS DE FUTURO EN LA LEGISLACIÓN CHILENA

El Título XIX de la Ley N° 18.045 denominado “De la Cámara de Compensación”, entrega el reconocimiento definitivo a los derivados financieros

²⁴ MARCOS, Jaime y JAEN, Francisco, *Productos y Servicios Financieros* (Madrid, Editorial Síntesis, 1996), p. 133.

como títulos valores reconocidos en la legislación nacional. Como hemos señalado con anterioridad, es indispensable para establecer un mercado organizado de derivados contar con una Cámara de Compensación. De esta forma, el legislador estableció el órgano necesario para el funcionamiento del mercado.

El artículo 154 de La ley 18.045 dispone que la Cámara de Compensación tiene por objeto ser la contraparte de todas las compras y ventas de contratos de futuro y opciones de valores y otros de similar naturaleza que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros, que efectúen en la Bolsa, a partir del registro de dichas operaciones en la mencionada Cámara.

Conforme a los artículos 154 y 155 de la Ley 18.045, las Bolsas de Valores pueden constituir o formar parte de una Cámara de Compensación, las que se constituyen como sociedades anónimas especiales, sólo por Bolsas de Valores y sus respectivos corredores, debe contar con un tribunal arbitral para adoptar medidas disciplinarias y tiene la obligación de crear un fondo de contingencia equivalente al 30% de las utilidades de cada ejercicio de la Cámara que tiene por objeto cubrir obligaciones pendientes derivadas de operaciones registradas en la Cámara.

El artículo 156 enumera las funciones de la Cámara, a saber:

i) Emitir y registrar los contratos de las operaciones de futuro y opciones y ser la contraparte de los mismos.

ii) Recibir de corredores márgenes iniciales, dineros y valores correspondientes y acreditar los mismos en cuentas corrientes.

iii) Actualizar diariamente las posiciones abiertas de clientes, debiendo ajustar márgenes, establecer variaciones diarias de precios y cargar o abonar a cada cuenta corriente las pérdidas o ganancias correspondientes.

iv) Informar a corredores la falta o exceso de margen y de saldos de cuenta corriente.

v) Ordenar a corredores cierre total o parcial de posiciones abiertas de sus clientes por no cumplir requerimientos de margen o coberturas.

vi) Liquidar a la fecha del vencimiento, las posiciones abiertas del contrato que vence, disminuyendo el margen correspondiente y cargando o abonando las pérdidas o ganancias producidas.

vii) Las demás que establezca la reglamentación interna de la respectiva Cámara con la autorización de la Superintendencia.

Como es posible apreciar, el legislador establece la organicidad necesaria para el funcionamiento de un mercado organizado, destacando el rol de la Cámara de Compensación como principal para dar transparencia y seguridad a este mercado, en especial en lo relativo al cumplimiento de las obligaciones a través del mecanismo de compensación de pérdidas y ganancias de cada una de las partes, como explicáramos cuando analizamos el funcionamiento de una Cámara de Compensación en estos mercados, situación que

recoge la Ley 18.045. Sin embargo, el legislador no se aventuró a entregar un concepto de contratos de futuro u opciones financieras, por lo que persiste la dificultad de determinar la naturaleza jurídica de los mismos.

IX. UNA APROXIMACIÓN A LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS CONTRATOS DE FUTURO

Los contratos de futuro, tal como ya lo hemos advertido, han tenido una gran evolución financiera que los ha llevado a convertirse en una figura compleja de calificar jurídicamente. Como ya señaláramos la Ley N° 18.045 no define qué entiende por “contratos de futuro, opciones de valores y otros de similar naturaleza” (artículo 154) por lo que debemos acudir a la doctrina para una aproximación a la naturaleza jurídica de estos derivados financieros.

1. *Derecho español.*

En el derecho español, el Tribunal Supremo en el año 1990 se ha referido a los contratos de futuro, como la “Categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercado de futuro (en los que cada parte se obliga firmemente y de antemano al momento constitutivo en asumir una serie de compromisos económicos cuya exacta cuantificación dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta que o cuando se produzca el momento o *dies ad quem* ejecutivo de sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones del mercado libre sobre el que recaiga la materia contratada, tal y como acontece, entre otras, en operaciones bursátiles a plazo, en los intercambios previstos, anticipadamente, para su posterior distribución o comercialización sobre productos energéticos”²⁵.

Posteriormente el Real Decreto 1841, de 20 de diciembre de 1991, define los futuros financieros como aquellos tratos a plazo sobre valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera, que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento y que se negocian y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador.

En España, la sociedad rectora del mercado son las Cámara de Compensación MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable, dentro de las cuales, además se realizan las transacciones, o sea, es el mercado y la Cámara al mismo tiempo. Cabe precisar, que el sistema que ha seguido o pretende seguir la legislación chilena, es el de una Cámara de Compensación cuyos accionistas son las Bolsas, pero esta Sociedad Anónima especial, Cámara de Compen-

²⁵ Sentencia del Tribunal Supremo español de 19 de noviembre de 1990.

sación, no podrá ser al mismo tiempo Bolsa de Futuros, ya que se le define a la Cámara como función registrar las operaciones que se efectúen “en la respectiva Bolsa” (artículo 154 Ley 18.045), lo que indicaría que las transacciones o negociaciones se realizarían en una Bolsas de Valores y la Cámara solo efectúa el registro de las operaciones.

En España, se entiende al contrato de futuros, como un contrato mercantil, en base a los siguientes argumentos:

a) Se trata de uno de los actos de comercio a los que se refiere el artículo 2 del Código de Comercio español. “Serán reputados actos de comercio los comprendidos en este Código y cualesquiera otros de naturaleza análoga”. Agustín Madrid Parra²⁶, señala que aunque no esté regulado en el Código de Comercio, no hay que acudir a la regla de la analogía para calificarlo de mercantil, ya que el artículo 2 del C. de C. tenía pleno sentido cuando el propio Código respondía a una pretensión omnicompreensiva de toda la regulación mercantil. Hay que entender como mercantil no sólo la materia contenida en el Código, sino también en el resto de normas que junto al Código constituyen el conjunto de la legislación mercantil, máxime cuando esa materia había sido anteriormente regulada en el propio cuerpo legal codificado. Tal es el caso de la Ley del Mercado de Valores, que contiene la regulación general que permite la creación de mercados, oficiales o no, como son los futuros y opciones.

b) La propia configuración de los contratos de futuros y opciones como valores anotados en cuenta, con remisión al régimen general establecido para dichos valores en la Ley del Mercado de Valores. Literalmente el artículo 1º 5 del Real Decreto 1.814/1991 dispone “Los futuros y opciones financieros estarán representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente Sociedad Rectora a las que será de aplicación, con la adaptación que impongan las especiales características de aquellos el régimen contenido en el Capítulos II de la Ley del Mercado de Valores”.

c) Es aplicable el artículo 325 del Código de Comercio español²⁷ al darse el supuesto en él contemplado, el objeto del contrato son cosas muebles (derechos de crédito) cuales son los productos agropecuarios o los activos financieros. Tratándose de estos últimos, la naturaleza mercantil proviene precisamente de su carácter financiero y del hecho de ser empresarios quie-

²⁶ MADRID PARRA, Agustín, *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Editorial. Tecnos, Madrid, 1994, p. 19.

²⁷ Artículo 325 Código de Comercio español: “Será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa”.

nes, en el ámbito de su actividad económica específica, celebran contratos de futuro. En el caso de productos físicos, el comprador es un empresario que revende, en la misma forma que compró o una vez que se ha llevado a cabo una transformación industrial del producto.

De esta forma en el derecho español y especialmente siguiendo al autor Agustín Madrid Parra que es uno de los pocos autores que ha estudiado los contratos de futuros desde un punto de vista jurídico, calificando el contrato de futuro como un contrato de ejecución futura, atípico, de naturaleza mercantil, a plazo.

Agustín Madrid Parra²⁸ señala que el contrato de futuros no es una compraventa con precio aplazado (como algunos autores chilenos lo estiman), para este autor, existen dos diferencias entre un contrato u operación "a plazo" y una compraventa con precio aplazado:

1º La compraventa con precio aplazado no permite realizar operaciones especulativas. El contrato de futuro sí.

2º En la compraventa con precio aplazado se entrega la cosa y se pospone el pago del precio. En el contrato de futuros cabe la compraventa de cosa futura²⁹.

Coinciden los contratos de futuros con la compraventa el sentido consensual del contrato, ambos nacen por el consentimiento de las partes.

2. *Doctrina nacional.*

a) Los contratos de futuro son contratos de compraventa. Raúl y Gabriela Novoa, refiriéndose a la naturaleza jurídica de los contratos de futuro, señalan: "La naturaleza jurídica de los contratos a futuro puede encontrarse básicamente en un contrato de compraventa, formal, solemne, en el que, habiendo acuerdo en la cosa y en el precio, se pacta que sus efectos operarán en el futuro, a plazo. Tal vez existiría una especie de condición suspensiva. Futuro en definitiva es un contrato de entregar (vender) o recibir (comprar) una cantidad y calidad definida de un producto o instrumento financiero determinado, en una fecha futura que se ha establecido previamente, siendo preestablecido el precio del contrato"³⁰.

La señalada conceptualización nos parece apropiada, pensando en los primeros contratos de futuros que se remitían sólo a *commodities*, como los clásicos contratos de café, ya comentados. Sin embargo, la evolución de los

²⁸ MADRID PARRA, Agustín, cit. p. 20.

²⁹ En nuestro derecho se permite en el artículo 1813 la venta de cosas que no existen, pero se espera que existan, norma que asimismo permite la compra de la suerte o en otras palabras contratos aleatorios.

³⁰ NOVOA, Raúl y NOVOA, Gabriela, cit., p. 163.

contratos de futuros en especial aquellos que subyacen o se basan en “instrumentos financieros”, hace que el concepto dado por estos autores no nos permita incorporar todos los contratos de futuro posibles como, por ejemplo, aquellos que subyacen en índices financieros, los que nos llevan a pensar, ¿se está vendiendo un índice estadístico? ¿Cuál es el objeto de ese contrato?, ¿un índice es comerciable? o ¿sólo nos encontramos frente a una abstracción que se reduce en último término a la entrega de dinero?

Los autores Raúl y Gabriela Novoa, mencionan en su obra, las palabras de Merton Miller, Premio Nobel de Economía 1990, que nos aproximan al fenómeno que realmente se produce con estos contratos de futuro: “Merton Miller ha hablado del principio de abstracción creciente aplicable a este mercado. Lo ejemplifica como el gato cazador de Alicia en el País de las Maravillas. Originalmente era un gato, pero desaparecía de a poco y al final quedaba una mueca de su sonrisa. Bien, ese es el Principio de Abstracción Creciente en el sentido de que es exactamente lo que ocurre en los mercados de futuros y opciones. En este momento hemos abstraído todo hasta el punto donde queda una sola característica del mercado de acciones que se comercializa; no son solo los derechos a voto, ni los derechos de propiedad, ni los dividendos, nada de eso. Todo se ha abstraído. Lo único que queda, cuando el gato se transforma en una mueca, es el cambio de precio, el porcentaje de cambio de precio”.

Parece más cercana a la realidad y madurez del mercado de futuros y opciones existente en diversos países las palabras de Miller, que conllevan a que actualmente la naturaleza jurídica de los contratos de futuros y opciones, no sea tan simple radicarla en un contrato de compraventa.

Raúl y Gabriela Novoa, definen el contrato de futuro como un contrato de compraventa solemne. Sin embargo, estos autores no señalan cuál es la solemnidad que se constituiría en un requisito de existencia de este contrato.

Podríamos pensar que la solemnidad es el registro del contrato en la Cámara de Compensación, siguiendo lo señalado en el artículo 157 inciso 1 de la Ley 18.045³¹. Sin embargo, nos parece que el registro en la Cámara de Compensación es, respecto del contrato de futuro, una formalidad a vía de publicidad respecto al hecho que la Cámara de Compensación se ha subrogado en los derechos de las partes originales y que el contrato se transará y liquidará en un mercado organizado. En otras palabras, un contrato de futuro sin registro no deja de ser un contrato de futuro, un contrato con

³¹ Artículo 157 inc. 1º: “Con el solo registro de una operación en la Cámara, se entienden celebrados los contratos de futuro y de opciones en su caso, entre la Cámara y cada una de las partes de la respectiva negociación”.

registro es un contrato de futuros que se transa en un mercado organizado. Esto es válido salvo que se entienda que no existen contratos de futuros fuera de mercado organizado. No debemos olvidar que en definitiva los contratos *forward* tienen similares características que los contratos de futuro y se diferencian principalmente porque operan en un mercado no organizado. Sobre la naturaleza del registro volveremos nuevamente en el punto E).

María Solar y María Zanzo, en su Memoria de Prueba³² y en el mismo orden de ideas de Raúl y Gabriela Novoa piensan que en los contratos de futuro el acuerdo de voluntades en el mercado es un contrato preparatorio y el contrato definitivo se produciría con el registro en la Cámara de Compensación.

Sobre el particular, podríamos hacer un ejercicio de analogía con el mercado bursátil, por ejemplo en una venta de acciones, ¿cuándo se perfecciona el contrato, en rueda o en el momento de los registros y compensaciones? ¿Puede un operador retractarse del acuerdo al cual ha llegado en la rueda? Aquí sucede algo similar, el consentimiento se produce al calzar las posiciones, normalmente en el computador, encargándose el operador o contralor del mercado de realizar el registro de las operaciones. De acuerdo a lo anterior, debemos reiterar nuestra opinión en el sentido que el registro en la Cámara de Compensación, es una medida de publicidad, no un elemento del consentimiento, sin perjuicio de reconocer que a propósito del registro se produzca una figura novedosa, la subrogación de la Cámara en el rol de acreedor o deudor de los originales contratantes.

También sería posible opinar que aunque más que una subrogación, la Cámara se convierte en un mandatario de ambas partes con expresa facultad de autocontratar.

Por último, Ricardo Sandoval, en su obra *Contratos Mercantiles*³³, edición 2003, analiza los contratos de futuro bajo el título genérico de instrumentos jurídicos de gestión del riesgo financiero. El profesor Sandoval menciona que en lo medular el futuro financiero funciona de forma similar al *forward*, teniendo algunas diferencias comparativas como la libre transferibilidad y su contratación con la cámara de compensación. Al conceptualizar a los contratos de futuro, el profesor Sandoval menciona definiciones de que siempre giran en torno a una compraventa³⁴, sin pro-

³² SOLAR DÍAZ, María y ZAZO GARCÍA, María, cit., p. 47.

³³ SANDOVAL, Ricardo, *Contratos Mercantiles* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 2003), p. 318.

³⁴ Futuro Bursátil: "Acuerdo de voluntades para comprar (vender) una cantidad determinada de un bien de calidad estándar, en una fecha futura definida, a un precio preestablecido; este contrato es transado desde el momento de su origen hasta su vencimiento". PAÚL, Luis Hernán, *Mercado de Futuros en Chile* (Bolsa de Comercio de

nunciarse sobre la naturaleza jurídica de los mismos deteniéndose más bien en las características y operatoria de los mismos.

b) Los contratos de futuro como compraventa de cosas que no existen pero se espera que existan. En los contratos de futuros y en otros derivados como las opciones financieras se da el mismo supuesto que en la compraventa de cosas muebles para su perfeccionamiento y nacimiento a la vida del derecho: acuerdo respecto a la cosa objeto del contrato y el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado o pagado respectivamente, ya que no es un contrato real sino consensual. Igualmente el contrato de futuro es bilateral, ya que obliga a prestaciones de ambas partes, oneroso y sinalagmático (cada una de las prestaciones de las partes constituye el contravalor de la otra).

Agustín Madrid Parra, discrepando de los autores que piensan que los contratos de futuros son una compraventa a plazo, señala que el contrato de futuros es un contrato de ejecución futura, atípico, de naturaleza mercantil, a plazo.

Los contratos de futuro, no constituyen una compraventa a precio aplazado ni una compraventa de cosa futura en sentido estricto. De hecho habrá supuestos en que el contrato de futuro, en un mercado organizado, especialmente si el elemento subyacente es un producto agrícola, tendrá como objeto una cosa futura que hoy no existe y puede que no exista sin que

Santiago, 1990), p. 5: "Compromiso para recibir o entregar una cantidad estándar de un bien durante un determinado mes y de acuerdo a ciertos términos y condiciones reglamentadas por el Organismo Central de Administración del Mercado (Cámara de Compensación), a un precio que se establece en el presente y en el lugar físico fijado para la realización de transacciones". WALKER, Gerardo, *Seminario sobre operaciones a Futuro en el Mercado Chileno* (Santiago, 1992) p. 2: "Contratos estandarizados de compraventa de un activo previamente definido, en los cuales las partes –comprador y vendedor del respectivo cierre– determinan en el presente, la cantidad, precio y vencimiento del contrato negociado, asumiendo cada una de ellas el compromiso de celebrar el correspondiente contrato con la Cámara y de pagar o recibir de la Cámara de Compensación las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias de precio del activo negociado, mientras el contrato esté vigente y su vencimiento". Reglamento General del Mercado de Futuros de la Bolsa de Comercio, establecido por la Superintendencia de Valores y Seguros, mediante oficio N° 004728, de 6 de noviembre de 1990, artículo 2: "*Una transacción de rueda donde se negocia un contrato estandarizado de compra o venta de un activo determinado, acordándose la cantidad del activo, su precio y vencimiento, asumiendo las partes la obligación de celebrarlo y el compromiso de pagar o recibir las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias del precio del contrato, durante la vigencia del mismo y a su liquidación*". Circular N°975 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Todas citadas en SANDOVAL, Ricardo, cit., pp. 319 y 320.

afecte la operatoria y el cumplimiento del contrato. Se da en tal caso una mera cuestión de hecho: el objeto del contrato es una cantidad de un producto con unas determinadas cualidades y especificaciones, que se debe entregar en una fecha futura, con independencia de que efectivamente pueda existir o no, ello por el efecto de las compensaciones en la Cámara de Compensación, la cosa objeto del contrato, el subyacente, pierde importancia.

María Solar y María Zanzo buscan en el artículo 1813 del Código Civil chileno, dar cabida a estos contratos de futuro, señalando que para que sea válida la compraventa de una cosa que no existe pero se espera que exista, se debe entender la compraventa efectuada bajo la condición de existir, por tanto es un contrato condicional, salvo que se exprese lo contrario o que por la naturaleza del contrato aparezca que se compró la suerte.

En nuestra opinión, en los contratos de futuros aun cuando se enmarquen dentro de los mercados financieros en que existe obviamente la contingencia de ganancia o pérdida, en sentido estricto no se compra la suerte, menos en un contrato organizado, ya que en su origen y esencia, estos contratos son contratos de cobertura. La suerte en estos contratos va envuelta, como en todo negocio, en la rentabilidad o pérdida que resulte de comparar el precio que se pacta anticipadamente con aquel que exista en el mercado de contado del día del vencimiento, pero en ningún caso la suerte está configurada por la entrega o no de la cosa. Si así fuera no podrían existir contratos de futuros sobre índices bursátiles, ya que en ese caso, en sentido estricto, ¿qué se entregará?

En un contrato de futuros no se está en presencia de una *emptio rei speratae* como puede ser la compraventa anticipada de una cosecha futura, sino de una cantidad de producto que el vendedor tendrá que entregar a la fecha pactada. El vendedor puede tener la expectativa de obtenerlo en una determinada cosecha, cuya venta anticipada a un determinado precio se asegura mediante la celebración del contrato. Pero sobre él recae el riesgo de la cosecha, ya que, si no la obtiene, en todo caso el vendedor tendrá que adquirir y poner a disposición del comprador el producto objeto del contrato. En un mercado organizado para facilitar el cumplimiento la Cámara hará entrega del dinero a la parte que ha obtenido ganancias para que efectúe por sí solo el cumplimiento de la obligación, esto es, con ese dinero concurra al mercado spot o de contado, y compre el producto, quedando ello a su arbitrio.

María Solar y María Zanzo, continuando con su análisis del artículo 1.813 del Código Civil para establecer su aplicación a los contratos de futuro, señalan que no obsta que por la libertad contractual pueda un vendedor obligarse a entregar una cosa que no existe pero que él se obliga a su entrega sea por contraer adicionalmente la obligación de confeccionarla o hacerla existir.

En nuestra opinión, si bien es cierto que la libertad contractual es bastante amplia en nuestra legislación civil, estimamos que el contexto en el cual se redacta el artículo 1.813 del Código Civil se refiere a cosas que no existen en lo absoluto en el mercado, pero se esperan que existan, de allí que reafirme esta idea al señalar “compró la suerte”, por ejemplo una cosecha. Si el legislador pensó que igualmente el vendedor la haría existir o la compraría a otra persona para cumplir con su obligación, creemos que tal situación ya no se enmarca en el supuesto del artículo 1813 del Código Civil, que se refiere a cosas que no existen al momento de la contratación, sino que el supuesto se refiere a una cosa que si existe al momento de la contratación, sea en manos del vendedor o de un tercero, pero que se difiere su entrega al no estar en poder del vendedor al momento de contratar. En este último caso, la norma aplicable según nuestra opinión es el artículo 1811 del Código Civil, aun cuando exige una solemnidad, la escritura pública, al señalar: “*será válida la venta de todas las especies, géneros y cantidades que se designen por escritura pública, aunque se extienda a cuanto el vendedor posea o espere adquirir, con tal que no comprenda objetos ilícitos*”, esta norma se relaciona con el artículo 1461 del Código Civil que señala: “*No sólo las cosas que existen pueden ser objeto de una declaración de voluntad, sino las que se espera que existan, pero es menester que las una y las otras sean comerciables, y que estén determinadas, a lo menos, en cuanto a su género*”.

En cuanto a la determinación del objeto del contrato, si estamos de acuerdo con María Solar y María Zanzo, en el sentido que el objeto en los contratos de futuro se puede enmarcar en las disposiciones del artículo 1461 del Código Civil³⁵. En el caso de *commodities* o especies físicas es fácil este encasillamiento. Sin embargo, en el caso de futuros sobre derivados financieros, siendo el subyacente objeto del contrato un índice bursátil, tasas de interés, tipos de cambio, etc., es posible pensar que en todos estos casos a través de operaciones matemáticas tomado como parámetro de cálculo el subyacente, en definitiva, al momento de la liquidación del contrato se puede determinar una suma de dinero a entregar, lo que estará amparado en el inciso segundo del artículo 1461 del Código Civil. Sin embargo, igualmente el artículo 1461 no es plenamente aplicable ya que el inciso primero establece que las cosas sean comerciables y estén determinadas, a lo menos

³⁵ Artículo 1.461 del CCCh.: “*No sólo las cosas que existen pueden ser objetos de una declaración de voluntad, sino las que se espera que existan; pero es menester que las unas y las otras sean comerciables, y que estén determinadas, a lo menos, en cuanto a su género./ La cantidad puede ser incierta con tal que el acto o contrato fije reglas o contenga datos que sirvan para determinarla./ Si el objeto es un hecho, es necesario que sea física y moralmente posible. Es físicamente imposible el que es contrario a la naturaleza, y moralmente imposible el prohibido por las leyes, o contrario a las buenas costumbres o al orden público.*”

en cuanto a su género, y aquí tendremos la discusión si, por ejemplo, un índice bursátil es o no comerciable.

No coincidimos con las autoras, en su afirmación que un contrato a plazo futuro en que no existe el activo subyacente al momento de la celebración del contrato –una cosecha por ejemplo–, se encuadra perfectamente en el artículo 1813 del Código Civil. Nuestra discrepancia, no es en el sentido que no sea un objeto lícito sino que no es propiamente un contrato de futuro, ya que en éste exista o no exista, por ejemplo, la cosecha, deberá entregarse el producto contratado. El subyacente siempre al menos como género, si son *commodities*, una cosa material, deberá existir en el mercado ya que si no es imposible realizar las compensaciones diarias de ganancias y pérdidas ya que éstas tienen como parámetro el precio en el mercado contado, por tanto deberán existir necesariamente en ese mercado. Estimamos que la única posibilidad de incorporarlo en esa disposición –artículo 1813 del CCCh– es que las partes pacten el tema de los riesgos, pero allí se desvirtúa la norma ya que no queda sujeta a la suerte la existencia de la cosa.

c) Contratos de futuro como negocio diferencial impropio. Los efectos de las obligaciones que emanan de los contratos de futuro, según María Solar y María Zanzo encuadran plenamente dentro de la teoría contractual chilena, es decir, de ellos emanan derechos personales, no transfieren el dominio, difiriéndose la entrega de la cosa, concluyendo que estamos frente a una figura contractual en que prácticamente no existe la posibilidad de exigir el pago o cumplimiento en las cosas sobre las cuales versa el contrato, ya que en el cumplimiento de los contratos exigido es únicamente “Un diferencial en dinero”. Este tipo de contratos es lo que las doctrinas europea, alemana e italiana especialmente, han venido a denominar “negocio diferencial impropio”.

Según el párrafo 764 del Código Civil alemán, existe un contrato diferencial cuando la intención de las partes es la entrega futura de mercaderías o de títulos de crédito, estipulada con la intención de que la parte que pierde pague a la que gane la diferencia entre el precio establecido en el contrato, y el precio de Bolsa o de mercado, que tengan las mercaderías, los títulos en el día de su entrega.

Siguiendo la doctrina italiana, María Solar y María Zanzo mencionan el fallo de la Corte de Apelaciones de Palermo, en sentencia de 13 de junio de 1927, “quien quiere jugar con las oscilaciones de los cambios, no tiene necesidad de buscar quien se presente al juego: le basta comprar divisas a plazo, cuyo precio mayor o menor, al vencer el plazo, determinará la ganancia o pérdida, la cual será fácilmente liquidable, sin previo acuerdo con otras personas. El aleas consiste en la compra y venta a plazo, o sea, en la posibilidad que en el día en que debe entregarse o recibir el título o la divisa, éstas

tengan un precio de Bolsa, mayor o menor que el pactado”³⁶, de acuerdo a este concepto entregado por la jurisprudencia italiana, estiman que los contratos de futuros son un “verdadero juego a solitaria”, por cuanto la contraparte estaría configurada por la *Clearing House* (Cámara de Compensación) pero sólo para efectos operacionales y no contractuales propiamente dichos.

Sobre el particular, debemos hacer una precisión: Los contratos de futuro tienen una función principal: cobertura que en sentido estricto y técnico financiero no deben existir ganadores ni perdedores. Los especuladores en estos mercados otorgan liquidez al mismo, pero dejan de operar antes del vencimiento del contrato, ya que no su giro es de inversión y no es su giro la entrega o compra de especies físicas si el subyacente son *commodities*.

A quienes no obtengan diferencia alguna entre el precio de liquidación del contrato y el precio spot o contado de la fecha del vencimiento, no se les podría denominar perdedores al obtener supuestamente cero rentabilidad, sino que precisamente lo que han hecho es cumplir a cabalidad con el objetivo de cobertura perseguido al suscribir un contrato de futuro.

d) Contratos de futuro como contratos preparatorios. ¿Podemos considerar el contrato de futuros como contrato preparatorio? En el contrato de promesa del artículo 1.554 del Código Civil, podemos encontrar algunas de las características de los contratos de futuro y podríamos pensar en que estaríamos en presencia de un contrato de promesa de un contrato de compraventa definitivo, respecto del cual se fija el plazo de su celebración.

Doña María Solar y María Zanzo, estiman que “el acuerdo de las partes dado en rueda importa la celebración de un contrato preliminar de dos contratos con la Cámara de Compensación, que puede ser calificado de compraventa condicional al registro de tal operación en la Cámara. Los contratos definitivos que se celebran con la Cámara son contratos de compraventa, de promesa unilateral o de opción y eventualmente, si lo autoriza la Superintendencia, contratos de compra con pacto de retroventa o de venta con pacto de recompra”³⁷.

En nuestra opinión, estimamos que el contrato de futuro es un contrato definitivo, en que sólo queda sujeto a un plazo el cumplimiento de las obligaciones no el contrato mismo, no es un contrato preparatorio sino definitivo.

d) Contratos de futuro como contratos atípicos. Estimamos, sin perjuicio de advertir que el análisis jurídico de estos contratos recién comienza en la doctrina nacional, que es necesario asumir la posibilidad de concluir que estamos frente a una figura novedosa que tiene sus orígenes en un contrato

³⁶ SOLAR DÍAZ, María y ZAZO GARCÍA, María, cit, pp. 46, 47.

³⁷ SOLAR DÍAZ, María y ZAZO GARCÍA, María, cit, pp. 47 y 48.

de compraventa pero que ha evolucionado gracias a la ingeniería financiera a un acto jurídico con características que le son propias, no asimilable hoy a las figuras contractuales típicas de nuestra legislación.

Especialmente pensando en contratos de futuros cuyos subyacentes son instrumentos financieros, estimamos que esos contratos son contratos atípicos, nominados, consensuales, principales, de adhesión producto de su estandarización si están en un mercado organizado y de naturaleza mercantil y no civil.

i) Contratos atípicos: No tiene una reglamentación expresa en la legislación nacional.

ii) Contratos nominados: Al menos los contratos de futuro están reconocidos en el artículo 154 de la Ley N° 18.045, que los menciona.

iii) Contrato consensual: Esta es una característica discutible, sin embargo, nuestra opinión es que el acuerdo de voluntades surge al calzar las posiciones en el mercado. Estimamos que el registro en una cámara de compensación es respecto del contrato de futuro una formalidad a vía de publicidad. Un contrato solemne es aquel que para nacer a la vida del derecho requiere del cumplimiento de una formalidad exigida por la ley. Las solemnidades son de derecho estricto y la Ley 18.045, artículo 156 N° 1 sólo señala que es función de la misma emitir y registrar los contratos de futuro, por tanto podemos entender que se registran actos jurídicos que ya existen, que en este caso fue emitido estandarizadamente antes de su negociación por la propia Cámara. Existirían por tanto tres pasos: emisión, transacción o negociación donde se produciría el consentimiento y posteriormente el registro. El Reglamento General del Mercado de Futuros de la Bolsa de Comercio, artículo 2 establece como obligación de las partes en un contrato de futuro el “compromiso de celebrar el correspondiente contrato con la Cámara”, con ello indica que el contrato de futuro ya nació y el registro implicaría otro contrato diferente, lo que ya mencionaban María Solar y María Zanzo. Por último, el artículo 157 de la Ley 18.045, dispone que “Con el solo registro de una operación en la Cámara, se entienden celebrados los contratos de futuro y opciones en su caso, entre la Cámara y cada una de las partes de la respectiva negociación”. Por tanto, el registro como hemos señalado permite que el futuro se transe en un mercado organizado pero en teoría, no es un requisito de existencia del contrato de futuro sino que es un requisito de otro contrato que es entre cada una de las partes y la Cámara, cuyo objeto de contratación es a su turno un contrato de futuro que ya existe. En este sentido sería lo mismo que señalar que es una solemnidad de una acción para constituirse en un título valor el hecho que ésta se registre en la Bolsa en que se transará. Ese registro es una formalidad para que ese título valor, acción, sea transable en dicha Bolsa pero no es un requisito de existencia de la acción propiamente tal. En este caso, el registro es

una formalidad para que este título valor, contrato de futuro, sea transable, a través de sus especiales características de posiciones abiertas y cerradas, en un mercado organizado que cuenta con una Cámara de Compensación.

iv) Contrato definitivo: No es un contrato preparatorio ya que el contrato definitivo nace a la vida del derecho y el mundo financiero, sólo queda en suspenso el cumplimiento de la prestación. Contra esta interpretación estaría la lectura de la Circular N° 975 de la Superintendencia de Valores y Seguros, que al definir las operaciones de futuro, dispone “asumiendo las partes la obligación de celebrarlo”. Lo anterior estimamos es un error, ya que se contradice con el propio Reglamento General del Mercado de Futuros de la Bolsa de Comercio de Santiago que fue aprobado por la propia Superintendencia, que como señaláramos, establece como una de las obligaciones de las partes celebrar el correspondiente contrato con la Cámara. Las obligaciones nacen de un acto jurídico previo y en este caso emanaría del contrato de futuro, según este Reglamento, la obligación de las partes de celebrar otro contrato con la Cámara, por lo tanto el contrato de futuro sería previo a otro contrato que es con la Cámara. Tampoco es dable pensar que el contrato de futuro sea un contrato preparatorio al contrato con la Cámara, ya que durante la vigencia lo que se transa y lo que se ejecuta al vencimiento, es el contrato de futuro, no el contrato con la Cámara que regulará las relaciones entre las partes en cuanto al riesgo de contrapartida pero no regula las condiciones y términos referidos al subyacente. Lo anterior no quiere decir que por razones cronológicas el contrato de futuros debe ser previo al registro o contrato con la Cámara, pero ello es distinto a señalar que es un contrato preparatorio.

v) Contrato principal: Son contratos que están sujetos a contratos accesorios cuando se opera en mercados organizados, esto es, garantías que exige la Cámara de Compensación que no subsisten sin el contrato al cual acceden que es el contrato de futuro.

vi) Contrato de adhesión: Los contratos en mercados organizados están estandarizados en cuanto a subyacentes, montos, plazos, etc. sin que las partes puedan modificarlo, salvo que operen fuera de mercado.

vii) Contratos mercantiles: Estimamos que no es errado intentar un reconocimiento de estos contratos en el ámbito del Derecho Comercial, y podríamos perfectamente pensar que estos contratos son de naturaleza mercantil.

En cuanto a la naturaleza mercantil, el artículo 3 del Código de Comercio permitiría en nuestra opinión calificar a estos contratos como mercantiles. Estos contratos se celebran entre productores y proveedores y casi nunca con el consumidor final, quienes contratan son empresarios, por lo que podríamos enmarcarlos en el artículo 3 N° 1 del CCCh. Asimismo, por ejemplo en el caso de los seguros de cambio o *swaps*, perfectamente podrían

entenderse comprendidos en el artículo 3 N° 10 que dispone: “Las operaciones sobre letras de cambio y pagares a la orden cualesquiera que sean su causa y objeto y las personas que en ellas intervengan y las remesas de dinero de una plaza a otra hecha en virtud de un contrato de cambio”, y en el artículo 3 N° 11 “operaciones de bancos, las de cambios y corretaje” y N° 12 “las operaciones de Bolsa”.

De acuerdo a lo anterior, estimamos que a estos contratos les serían aplicables las normas del Código de Comercio, en especial las relativas a la costumbre mercantil y en subsidio las disposiciones del Código Civil.

Al aplicar las normas del Código de Comercio, y si siguiéramos a aquellos autores que piensan que la naturaleza jurídica de los contratos de futuro es constituir una compraventa, creemos pueden encontrar más argumentos a su tesis en la compraventa mercantil y no en la compraventa civil, por ejemplo podrían mencionar el artículo 139 inciso 3, que refiriéndose al precio de la compraventa mercantil, dispone: “Esta regla es también aplicable al caso en que las partes se refieran al precio que tenga la cosa en un tiempo y lugar diversos del tiempo y lugar del contrato”. En igual sentido podrían considerarse los arts. 143 N° 3, artículo 144 y artículo 152 del Código de Comercio.

X. CONCLUSIÓN

Hemos intentado denotar que la determinación de la naturaleza jurídica de los contratos de futuros y por consecuencia de los restantes productos derivados es de difícil determinación a la luz de nuestro marco jurídico actual. Baste constatar que en nuestra legislación sólo existen algunas referencias a estos productos, la más importante en la Ley del Mercado de Valores N° 18.045, en virtud de la modificación introducida en 1993 por la Ley N° 19.301. Ésta si bien no define lo que debe entenderse por un contrato de futuro, opción u otros derivados financieros, sí reglamenta el órgano necesario para la operatoria de un mercado organizado de esta naturaleza, esto es, la Cámara de Compensación.

Han pasado varios años sin que se pueda consolidar un mercado organizado de futuros sobre derivados financieros, lo que es fácil de apreciar al observar los niveles de transacciones existentes. Se han creado pocos productos derivados³⁸ cuyo subyacente no sea un *commodity*, experiencia que

³⁸ En la Bolsa de Comercio de Santiago, se transan dos tipos de contratos, los de futuros de IPSA que tienen como activo objeto el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) y los contratos a futuro de dólar que tienen como activo objeto el dólar observado. Las transacciones diarias normalmente alcanzan a cero pesos. Se puede ver en la página www.bolsantiago.cl

por un lado nos llama a la reflexión respecto a si la falta de profundización del mercado se debe a la desconfianza de los inversionistas o a imperfecciones del sistema y normativa, pero que por otro lado nos entrega la ventaja de ir avanzando en el análisis jurídico de este mercado que necesariamente en el corto o mediano plazo deberá consolidarse en Chile.

El derecho de los derivados es un área inexplorada aún en el análisis jurídico chileno e incluso comparado, y para ello es necesario dar a conocer este mercado a través de una metodología que primero permita un conocimiento de cómo opera el mercado, sus características, funciones sin las cuales estos mercados pierden liquidez, interés y sentido dentro de los mercados financieros y alternativas de inversión en un mundo globalizado.

Nos hemos aventurado, como un elemento para comenzar la discusión, a calificar a los contratos de futuro como un contrato atípico, nominativo, definitivo, consensual, principal, de adhesión y de naturaleza mercantil. Si opera en un mercado organizado requiere, además, que sea registrado en una Cámara de Compensación.

Si a través de este artículo se ha podido despertar el interés por un campo nuevo, inexplorado y desafiante para el derecho, que permita un análisis e investigación en los contratos de futuros y los demás derivados financieros con sus respectivas particularidades, se ha cumplido con creces el objetivo propuesto de una aproximación al análisis jurídico de los derivados financieros en Chile.