

El contrato swap¹

José Miguel Sarroca Poblete

Abogado, Magíster en Derecho de los Negocios (MBL)

UNIVERSIDAD ADOLFO IBÁÑEZ

Profesor Auxiliar de Derecho Internacional Privado y
Coordinador de Postgrado de la Facultad de Derecho

UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

Las líneas que siguen a continuación tienen por objeto aportar algunos puntos de vista en relación a la naturaleza jurídica del contrato swap, sin referencia a una regulación particular, en el entendido que a partir de dicha naturaleza jurídica resultará posible la correcta interpretación de la regulación pertinente en la solución de cualquier controversia surgida a propósito del contrato financiero que nos ocupa.²

1. Orígenes

A diferencia de otros derivados financieros, como los futuros, cuyos antecedentes se remontan al siglo XVII, cuando ya existían mercados organizados de futuros tanto en Japón como en Holanda y en Inglaterra, el swap constituye un derivado financiero muy reciente. Sólo a partir de los años 70, y a raíz de los temores relacionados con la variación del tipo de cambio, y en los años 80, a raíz de la inestabilidad en las tasas de interés, surgen los primeros swap.³ En efecto, el primer contrato swap del que se tiene noticia data del año 1981.⁴

¹ En este capítulo se ha seguido de cerca a Engler Palma, María Cecilia, *Mecanismos Jurídicos de Administración de Riesgos*, Santiago, 1997, Editorial Jurídica Conosur.

² Este artículo es un extracto que forma parte de una monografía intitulada *Derivados Financieros*, cuyos autores son Alejandro Celis Nuñez, Andrés Tavorlari Goycoolea y el suscrito.

³ Villegas, Carlos Gilberto, *Operaciones Bancarias*, Santa Fe, 1996, Rubinzal-Culzoni Editores, tomo II, pág. 143.

⁴ Engler Palma, ob. cit., pág. 87.

2. Descripción⁵

Para describir en términos más simples una operación swap, cabe tener presente, por una parte, que estamos en presencia de una herramienta de financiamiento, que en cuanto tal busca incorporar, o contribuir a que se incorporen, recursos financieros a una empresa para el desarrollo de sus negocios.

Por otra parte, al igual que los forwards o futuros, persigue eliminar la incertidumbre que para una empresa suponen ciertas variables cuyo control escapa de lo que constituye propiamente su giro, como por ejemplo el precio de un insumo determinante en la cadena de costos del negocio.

Finalmente, y de manera muy relevante, el swap persigue y permite que una empresa aproveche las ventajas comparativas en que se encuentra otra, en una relación que resulte beneficiosa para ambas.

Como anticipamos, dentro de su corta historia, el contrato swap se ha utilizado para constituir un resguardo frente a las variaciones en el tipo de cambio o en las tasas de interés. Así es posible hablar de **swap de divisas** y de **swap de tasas de interés**.

Es posible celebrar un contrato swap de tipo de cambio respecto de dos empresas nacionales cada una de ellas de un país, que desean invertir en el país de la otra empresa.

Así, por ejemplo, supongamos dos empresas, una española y una norteamericana, la primera de las cuales desea hacer una inversión en los Estados Unidos de Norteamérica, por lo que necesita dólares, y la segunda, en España, por lo que necesita euros.

La empresa española desea financiamiento por US\$ 10.000.000 a cinco años, con tasa de interés fija, para desarrollar su negocio en los Estados Unidos de Norteamérica; sin embargo, por su calidad de empresa extranjera sólo puede conseguir dicho financiamiento en los Estados Unidos de Norteamérica a una tasa del 8.2%; en circunstancias que, en España, por ser conocida en ese medio financiero, puede conseguir un financiamiento en euros por el equivalente a US\$ 10.000.000, a una tasa del 3.75%.

⁵ Las descripciones de los contratos de swaps a que se refiere este número están tomadas de Engler Palma, María Cecilia, ob. cit., págs. 87 y ss., quien en este punto ha seguido el material de trabajo preparado por Juan Luis Dietert, para el seminario "La Administración de Riesgo Financiero en la Empresa. Uso de futuros, forwards, swaps y opciones" y la publicación denominada "A Guide to Financial Instruments, Coopers and Lybrand", Euromoney Publications, Londres, 1987.

Por otra parte, la empresa norteamericana puede conseguir, en Estados Unidos de Norteamérica, un financiamiento por US\$ 10.000.000 a cinco años con tasa fija de 7.5%; dicha empresa puede obtener en España ese mismo financiamiento, esto es, el equivalente en euros de US\$ 10.000.000 a una tasa de 4.25%.

De esta forma, cada empresa puede obtener en su respectivo país el financiamiento que desea la otra empresa, en condiciones más ventajosas que las que puede lograr cada una de ellas en el extranjero. Ante esta perspectiva, para ambas empresas resulta atractiva la posibilidad de intercambiar las ventajas comparativas que resultan para cada una de ellas de la situación de privilegio –respecto de los extranjeros– que gozan frente al mercado financiero local.

En nuestro ejemplo cada empresa deberá tomar el financiamiento en su país de origen en las condiciones arriba señaladas: la empresa norteamericana tomará el financiamiento por US\$ 10.000.000 a cinco años, con una tasa fija de 7.5% y la empresa española tomará el financiamiento en euros por el equivalente a US\$ 10.000.000 a cinco años, a una tasa fija de 3.75%.

Luego, dado que el empresa norteamericana necesita euros y la empresa española necesita dólares, ambas empresas se intercambiarán el capital obtenido. Posteriormente, durante el desarrollo de la deuda, cada empresa entregará a la otra, para su pago al acreedor respectivo, los intereses que devengue el crédito. Así la empresa norteamericana entregará a la empresa española, para su pago al acreedor respectivo, euros equivalentes al 3.75% del capital, y la empresa española entregará a la empresa norteamericana, para su pago al acreedor respectivo, dólares equivalentes al 7.5% del capital. De esta forma, la empresa norteamericana gracias al contrato swap realizado en los términos precedentes, pagará, a través de la empresa española, intereses de 3.75% sobre el capital en euros equivalente a US\$ 10.000.000, en circunstancias que de no mediar dicho contrato swap, debió haber pagado dichos intereses con una tasa de 4.25%. A su vez, la empresa española gracias al contrato swap realizado en los términos precedentes, pagará, a través de la empresa norteamericana, intereses de 7.5% sobre el capital de US\$ 10.000.000, en circunstancias que de no mediar dicho contrato swap, debió haber pagado dichos intereses con una tasa de 8.2%.

En el caso expuesto, el empleo del contrato swap ha permitido que la empresa norteamericana logre el financiamiento en euros que buscaba, a una tasa considerablemente menor que la que pudo haber obtenido si hubiese recurrido por sí sola al mercado financiero español. A su vez, la empresa española ha obtenido el financiamiento en dólares que necesitaba a una tasa menor que la que originalmente le ofrecía el mercado financiero norteamericano.

Por otra parte, el swap de **tasas de interés** puede tener aplicación respecto de dos empresas que, por sus particulares características, no pueden conseguir financiamiento en igualdad de condiciones.

Así, por ejemplo, una empresa desea obtener un financiamiento de US\$ 10.000.000 a cinco años, a tasa variable, por lo que el mercado le ofrece dicho financiamiento a tasa Libor⁶ + 25 puntos base (p.b.).⁷ Con tasa fija, el mercado le ofrece dicho financiamiento a una tasa de 8.85%.

Por otra parte, una segunda empresa también desea un financiamiento de US\$ 10.000.000 a cinco años, pero a tasa fija. El mercado le ofrece dicho financiamiento a una tasa de 9%. De igual forma, el mercado le ofrece dicho financiamiento a tasa Libor + 10 p.b.

Ahora bien, mediante un contrato swap de tasas de interés cada empresa puede obtener el financiamiento con la tasa de interés que desea, en condiciones más favorables que las que pudo haber obtenido actuando directamente con el mercado.

En efecto, la empresa que desea financiamiento a tasa fija puede financiarse con tasa Libor + 10 p.b. y la empresa que desea financiamiento con tasa variable puede financiarse con tasa fija de 8.85%.

Posteriormente, en virtud del contrato swap, la empresa que deseaba financiarse a tasa fija y se financió a tasa variable entrega a la empresa que deseaba financiarse a tasa variable y se financió a tasa fija, los recursos necesarios para pagar los intereses devengados por el financiamiento a tasa fija. A su vez, la empresa que deseaba financiarse a tasa variable y se financió a tasa fija entrega a la empresa que deseaba financiarse a tasa fija y se financió a tasa variable, los recursos necesarios para pagar los intereses devengados por el financiamiento a tasa variable.

En el ejemplo señalado el financiamiento se obtuvo en un caso a una tasa fija de 8.85% y a una tasa variable Libor + 10 p.b., en circunstancias que, de no mediar el swap, el financiamiento se habría obtenido a una tasa fija de 9% y a una tasa Libor + 25 p.b. Luego, dado que cada empresa le entrega a la otra los

⁶ **Libor (London Interbank Offered Rate):** Tipo de interés interbancario de Londres. Tasa de interés al cual los bancos internacionales más importantes de Londres se prestan entre ellos. LIBID es el demandado en el Interbancario y LIMEAN es la media entre el tipo de interés ofrecido y demandado. Ver: <http://www.s bif.cl/s bifweb/servlet/Glosario?indice=5.0&letra=L>

⁷ Un punto base (p.b.) equivale a 0.01%.

recursos para pagar los intereses, en los hechos cada empresa se ha financiado en la forma en que originalmente deseaba hacerlo. De esta forma, mediante el contrato swap se ha conseguido que cada empresa se financie en la forma económicamente más conveniente y con la tasa que originalmente buscaba.

En relación a los ejemplos antes descritos cabe destacar lo siguiente:

Para las empresas, ocupadas de desarrollar su giro propio, no es fácil encontrar una contraparte para el contrato swap, puesto que es necesario lograr una coincidencia exacta en cuanto a los intereses contrapuestos que deben tener cada una de dichas empresas (en los ejemplos indicados, financiamiento con mismo capital y plazos, pero, por una parte, con países de origen y destino de las inversiones contrapuestos y, por otra, con tasas de interés fijas y variables en uno y otro caso). Por tal razón, en la celebración de los contratos swap es común la presencia de un intermediario, que normalmente suele ser un banco de inversiones. La presencia de dicho intermediario en nada afecta a la operación del swap en los términos arriba explicados, puesto que, además de juntar a las partes interesadas en el swap, la función del intermediario se limita a que a través de él se realicen los intercambios de moneda que hemos señalado y que constituyen la forma en que opera el contrato swap.

Una segunda observación dice relación con la forma en que tienen lugar dichos intercambios de moneda, los que comúnmente se realizan por **compensación**. En efecto, fácil es concluir que si una empresa debe entregar a otra una determinada suma de dinero, y la segunda debe entregar a la primera una cantidad distinta de dinero, en la práctica, antes que realizar dos entregas de dinero, **sólo se entregará la diferencia que resulte de ambas operaciones**. De esta forma, tales entregas de dinero, en los hechos, operarán por compensación.

Por otra parte, desde ya cabe hacer presente un elemento de la mayor relevancia y que distingue al **swap de divisas** respecto del **swap de tasas de interés**, y que se refiere a la circunstancia de existir en el swap de divisas **un intercambio del capital del financiamiento**, lo que no ocurre en el swap de tasas de interés. En efecto, en el ejemplo de swap de divisas expuesto, **la empresa española debe entregar a la empresa norteamericana el total de euros que obtiene; a su vez, la empresa norteamericana debe entregar a la empresa española el total de los dólares que consigue**. En el swap de tasas de interés no ocurre dicho intercambio de capital, puesto que, **durante el desarrollo del swap, sólo existe un flujo de moneda de una empresa a otra y que corresponde a la compensación que se produce respecto de las cantidades que deben ser pagadas a título de intereses**.

Finalmente, habrá que convenir que, de la misma forma en que tiene lugar el swap de divisas, es perfectamente posible realizar un swap entre flujos de pesos, en cuanto moneda de curso legal y de unidades de fomento.⁸

3. Concepto

Se ha definido, en general, el **swap como un contrato privado, de mayor plazo relativo, que establece el compromiso entre dos partes, para intercambiar los flujos de pago asociados a dos tipos de deuda o de otros activos o pasivos.**

Ahora bien, en cuanto a cada una de las variantes del swap a que nos hemos referido se ha señalado que: **El swap de divisas es un contrato financiero entre dos partes para intercambiar su principal en diferentes monedas, por un periodo acordado, y pagar sus intereses recíprocos.**⁹

Otra definición señala que es *un intercambio de activos, también llamado permuta financiera. Esta palabra procede del inglés y significa cambio o permuta. Las operaciones de swaps son frecuentemente entre las grandes empresas y se realizan en un mercado que cotiza en el interbancario. Por este contrato dos empresas acuerdan que una de ellas se obliga a atender el pago de los intereses de una deuda con los de otra. Como sólo permutan los intereses, no supone un cambio de la titularidad de la deuda. Con ello, las grandes empresas diversifican la composición de su endeudamiento.*¹⁰

El swap de divisas se define como *un contrato financiero entre dos partes que desean intercambiar el principal de ciertas deudas de igual cuantía y en distintas mo-*

⁶ **Unidad de fomento:** La unidad de fomento (UF) es uno de los sistemas de reajustabilidad autorizados por el Banco Central de Chile al amparo de lo establecido en el número 9 del artículo 35 de su Ley Orgánica Constitucional. De acuerdo a la definición de este organismo, la UF se reajusta a partir del día diez de cada mes y hasta el día nueve del mes siguiente, en forma diaria, a la tasa promedio geométrica correspondiente a la variación que haya experimentado el índice de precios al consumidor que determina el Instituto Nacional de Estadísticas o el organismo que lo reemplace, en el mes calendario inmediatamente anterior al período para el cual dicha unidad se calcule. Esta unidad fue creada el 20 de enero de 1967, cuando comenzó a funcionar con un valor trimestral de 100 escudos y que era calculado trimestralmente. A partir de octubre de 1975 este instrumento comienza a expresarse en pesos y ese mismo año se fijó mensualmente. Todo en el ánimo de enfrentar los bruscos cambios inflacionarios con una herramienta que identificara un precio reajutable y por un período acotado. Un decreto de julio de 1977 determinó los valores diariamente para los períodos comprendidos entre el día 10 de cada mes y el 9 del mes siguiente, de acuerdo a la variación experimentada por el IPC. A partir del 8 de enero de 1990 el Banco Central de Chile pasó a determinar el valor diario. Ver: <http://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/Glosario?indice=5.0&letra=U>.

⁹ Engler Palma, María Cecilia, ob. cit., pág. 96.

¹⁰ <http://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/Glosario?indice=5.0&letra=U>.

*nedas, por un periodo de tiempo acordado. Estas deudas se originan en préstamos obtenidos de los respectivos mercados y, por lo tanto, el intercambio de principales entre los prestatarios lleva consigo asumir el pago de los intereses recíprocos que se devenguen. Al vencimiento los principales son nuevamente intercambiados al precio de contado de la operación inicial (spot). Cada prestatario de origen conserva su obligación con su prestamista respectivo.*¹¹

El **swap de tasas de interés** es un contrato financiero entre dos partes que desean un cambio de intereses derivados de pagos o cobros de obligaciones, que se encuentran en activos a diferentes bases (tipo fijo - tipo flotante) sin existir transmisión del principal y operando en una misma moneda.¹²

El **swap de tasas de interés** también se ha definido como *el contrato financiero entre dos partes que intercambian o permutan obligaciones de pago de intereses correspondientes a préstamos financieros, por un determinado periodo de tiempo y en una misma moneda, de los cuales ambos son prestatarios.*¹³

4. Finalidad del contrato swap

- a. La primera finalidad que tuvo el contrato swap fue evadir las barreras al mercado cambiario, permitiendo el acceso a divisas no disponibles. Por tal razón, este contrato fue criticado por cuanto afectaba la política monetaria.
- b. Sin embargo, en un segundo momento, el contrato swap se presentó como una herramienta para los actores económicos que les permitía obtener financiamiento en condiciones más favorables.
- c. Sin perjuicio de lo anterior, el contrato swap es también una herramienta de cobertura de riesgos, por cuanto permite modificar las estructuras de deudas (y/o activos), entre otras vías, calzando activos y pasivos.

5. Elementos

A partir de las definiciones transcritas es posible identificar una serie de elementos propios de los contratos swap. Algunos de dichos elementos serán

¹¹ Costa Ran, Luis, y Font Vilalta, Montserrat, *Nuevos instrumentos financieros en la estrategia empresarial*, Madrid, 1992, Esic Editorial, Segunda edición revisada y actualizada, pág. 286, citado por Villegas, Carlos Gilberto, ob. cit., pág. 153.

¹² Díez de Castro, Luis, y Mascareñas, Juan, *Ingeniería Financiera. La Gestión en los Mercados Financieros Internacionales*, McGraw-Hill/Interamericana de España S.A., España, 1991, pág. 260, citado por Engler Palma, ob. cit., pág. 94.

¹³ Villegas, Carlos Gilberto, ob. cit., pág. 154.

comunes tanto al swap de divisas como al swap de tasas de interés, en tanto, otros elementos serán propios de cada una de las modalidades de swap ya referidas.

- a. Serán elementos comunes a ambas categorías de swap los siguientes:
 - i. la circunstancia de tratarse de un **contrato privado**, en cuanto dicho contrato compete exclusivamente a las partes que lo celebran sin producir efectos de ninguna especie respecto de terceros;
 - ii. la circunstancia de tratarse de un **contrato financiero**, en cuanto persigue, precisamente, mejorar las condiciones de financiamiento de las empresas;
 - iii. la circunstancia de suponer siempre, en alguna medida, un intercambio de flujos entre las partes del contrato, sea que dicho intercambio efectivamente se produzca en forma recíproca, sea que el mismo sólo opere por vía de compensación, que permita el pago de intereses; y
 - iv. la circunstancia de operar siempre sobre la base de un periodo determinado previamente acordado por las partes.
- b. En cuanto a los elementos propios del swap de divisas, cabe destacar:
 - i. la circunstancia de suponer siempre un intercambio del capital de cada una de las deudas; y
 - ii. la circunstancia de operar siempre sobre la base de monedas distintas.
- c. En cuanto a los elementos propios del swap de tasas de interés, cabe destacar:
 - i. la circunstancia de suponer un cambio de intereses derivados de pagos o cobros de obligaciones que se encuentran en activos a diferentes bases;
 - ii. la circunstancia de no existir intercambio del capital de la deuda; y
 - iii. la circunstancia de operar en una misma moneda.

6. Características

En cuanto a los aspectos propios del swap que permiten identificarlo, cabe destacar:

- a. se trata de un contrato privado, negociado en el mercado **over the counter**, esto es, sin la intervención de un organismo regulador del mercado;

- b. por lo anterior, es un contrato muy flexible, en cuanto las partes pueden darle el contenido que quieran;
- c. sin embargo, presenta poca liquidez, puesto que no es fácil encontrar agentes económicos que presenten o persigan estructuras de financiamiento contrapuestas que coincidan en tal forma que se puedan vincular en un contrato swap, por ello la cesión de dicho contrato es más bien limitada. Para favorecer la liquidez de estos contratos, distintos organismos han elaborado documentos tendientes a normalizar este contrato, como veremos en las notas a pie de página;
- d. se trata de un contrato consensual, aunque por su complejidad siempre se celebra por escrito;
- e. bilateral, porque ambas partes resultan obligadas;
- f. oneroso, puesto que cada parte se obliga a hacer algo que se mira como equivalente a lo que la otra parte debe hacer a su vez;
- g. conmutativo o aleatorio, según el caso, dependiendo de la posibilidad de determinación de las obligaciones que contrae cada parte al momento de celebrar el contrato;
- h. principal, en cuanto es un contrato independiente de los contratos de que emanan las deudas que son objeto del contrato swap;
- i. cesible, con el consentimiento de la contraparte cedida;
- j. de tracto sucesivo, puesto que las obligaciones que nacen del contrato swap nacen y se extinguen escalonadamente en el tiempo;
- k. el intercambio de flujos entre las partes contratantes, sea que dicho intercambio se realice efectivamente, sea que el mismo opere por compensación;
- l. consecuencia de lo anterior, cada parte asume el pago de los intereses recíprocos que se devenguen;
- m. la posición jurídica de cada una de las partes respecto de sus acreedores no se ve alterada;
- n. es posible afirmar que en el contrato swap se produce una agregación de varios contratos forwards, por cuanto se establece, al menos para una de las partes, la realización de varios pagos futuros bajo condiciones previamente determinadas;
- o. las obligaciones que derivan del swap son de tracto sucesivo, a diferencia de lo que ocurre en los forwards, donde las obligaciones son de ejecución instantánea;
- p. la principal dificultad en la celebración de un contrato swap consiste en hacer equivalentes los flujos de las partes, de manera que estos se complementen y permitan la operación del contrato; y
- q. cuando el swap se realiza con la intervención de un intermediario, éste no arriesga capital, por cuanto su función se limita a buscar flujos complementarios y a canalizar los intercambios de los mismos.

7. Contenido del contrato swap

Desde que la operación de swap tiene por objeto el intercambio de flujos financieros en fechas futuras, el contrato swap debe contener todos los elementos necesarios que permitan determinar el importe de tales flujos; además del capital, los intereses y/o el tipo de cambio, debe establecer la fecha de entrada en vigor del contrato, la fecha de vencimiento y cada una de las fechas de liquidación.

En el contrato se incorporan también una serie de aspectos de índole jurídica, que se establecen en un contrato marco o condiciones generales, que incluyen, entre otros aspectos:

- a. procedimientos de confirmación de aspectos de orden económico del contrato;
- b. procedimientos para el cumplimiento de cada obligación en cada fecha de liquidación;
- c. causales de resolución del contrato (incumplimiento de alguna obligación; solicitud de quiebra; insolvencia de alguna de las partes, etc.);
- d. efectos de la resolución, lo que es de la mayor relevancia dado que el contrato es de tracto sucesivo;
- e. normas sobre cesibilidad del contrato;
- f. jurisdicción.

8. Efectos

En cuanto a los principales efectos del contrato swap cabe destacar:

- a. La posición jurídica de las partes contratantes, respecto de sus acreedores, no se ve alterada en ningún sentido;
- b. Mediante el contrato swap, cada una de las partes contratantes puede financiarse en condiciones más ventajosas respecto de lo que habría logrado si hubiese recurrido directamente al mercado;
- c. Cuando el swap opera por efectivo intercambio de flujos entre las partes, cada una de ellas será recíprocamente acreedora y deudora de la otra; y
- d. En el caso que el swap opere por compensación, si bien ambas partes se obligan recíprocamente, sólo una de ellas recibirá el flujo de la otra. Cabe tener presente que en determinadas circunstancias es posible que se alteren las condiciones de la compensación (por ejemplo en un swap de tasas de interés en que existe una tasa fija y una tasa variable) que lleve a que en un momento dado, la parte que recibía el flujo pase a ser la parte que debe entregar el flujo monetario a la otra.

9. Regulación acerca del contrato swap

Como señalamos precedentemente, el propósito de estas líneas es hacer un comentario desde el *punto de vista de las ideas*, del contrato swap. Por tal razón, se aparta de nuestra intención entrar a analizar la regulación positiva de tales contratos.¹⁴

¹⁴ Sin perjuicio de lo anterior, debemos hacer referencia que en nuestro *ordenamiento jurídico* el contrato swap se encuentra regulado fundamentalmente en el *Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile*, que regula las operaciones con instrumentos derivados que personas domiciliadas o residentes en Chile (los *usuarios*) realicen con personas domiciliadas o residentes en el exterior, o en Chile con entidades del mercado cambiario formal. Las operaciones con instrumentos derivados están autorizadas por el Banco Central de Chile, pero deben ser informadas por el usuario a dicho Banco y los pagos que corresponda efectuar al exterior o recibir en Chile deben hacerse **necesariamente a través del mercado cambiario formal**.

Este Capítulo IX fue modificado en septiembre del año 2004 para incorporar una norma que regula las consecuencias del pago con entrega física (en lugar de compensación). En efecto, si las partes acuerdan entrega física (a manera de ejemplo), el usuario podría recibir dólares en los Estados Unidos y la contraparte extranjera recibir pesos en Chile. Dado que no existe disposición que obligue a retornar los dólares a Chile o a adquirir y transferir dólares al exterior, estas sumas podrían ser invertidas en el exterior o en Chile, respectivamente.

También el *Capítulo XI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile* señala que, si como consecuencia de una operación de derivados se produce la adquisición de activo o pasivo con el exterior pagadero en moneda extranjera, el usuario deberá informar al Banco Central mediante formulario del *Capítulo XII* (inversiones en el exterior por personas domiciliadas o residentes en Chile), *Capítulo XIV* (inversiones, depósitos o créditos desde el exterior por personas sin domicilio ni residencia en Chile) o el que corresponda.

Por otra parte la *Superintendencia de Valores y Seguros* ha dictado normas que regulan la inversión en instrumentos derivados de las compañías de seguro y los fondos de inversión:

1. *Fondos de Inversión regulados por la Ley N° 18.815 (Norma de Carácter General N° 113, de 9/03/01)*, sólo pueden celebrar contratos de opciones, de futuros, de forward y de swap. Podrán actuar como compradores o vendedores del respectivo activo objeto, adquirir o lanzar contratos de opciones (esto es, la compra o venta del activo objeto) en Chile y en el exterior.

Las opciones y futuros deben transarse en mercados bursátiles dentro o fuera de Chile y la entidad contraparte debe ser una cámara de compensación. Los contratos de forward y swap deberán tener como contraparte a las entidades que se establezcan en el reglamento interno del fondo; los contratos swap deben constar por escrito.

Los activos objeto de los contratos de opciones, futuros y forwards podrán ser monedas, índices, acciones, tasas de interés e instrumentos de renta fija. En el caso de los swap, el activo objeto podrá ser monedas, tasas de interés, índices de tasas de interés e instrumentos de renta fija. La norma establece diversos límites para estas inversiones.

2. *Compañías de Seguros y de Reaseguros (Norma de Carácter General N° 200, de 7/08/06)*, estas entidades pueden efectuar las siguientes operaciones para la cobertura de riesgos financieros que puedan afectar su cartera de inversiones y su estructura de activos y pasivos: contratos de opciones, de futuros, de forwards y de swap.

Contrapartes autorizadas: (a) Operaciones en el extranjero. *En Bolsa*: Cámaras de Compensación formales, autorizadas o supervisadas por una Comisión Nacional de Valores o entidad equivalente.; *Fuera de Bolsa*: bancos, filiales bancarias u otras entidades con clasificación de riesgo internacional mínimo en categoría "A"; (b) Operaciones en Chile. *En Bolsa*: Cámaras de Compensación regidas por el Título XIX de la Ley N° 18.045; *Fuera de Bolsa*: (i) bancos, filiales bancarias u otras entidades distintas a compañías de seguros o reaseguros, con clasificación de riesgo mínima de Nivel 1 (N-1) y "A"; (ii) compañías de seguros y reaseguros constituidas en el país clasificadas al menos en categoría "A"; y (iii) intermediarios de valores inscritos en el registro de corredores y agentes de valores de la SVS o sociedades anónimas abiertas cuyas acciones puedan ser adquiridas por las AFP. En este último caso, sólo para operaciones

de corto plazo, es decir, inferiores a 1 año.

La *NCG N° 200* señala los activos objeto elegibles para las operaciones de cobertura y los límites para cada una de estas operaciones. Además, establece normas para inversión en productos derivados financieros y operaciones de préstamo de acciones.

El *Capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central* regula los contratos con productos derivados en el mercado local que pueden realizar las empresas bancarias establecidas en Chile y sociedades financieras, entre sí o con terceros domiciliados o residentes en el país. Estas normas se aplican a los contratos de futuros, forwards, swap y combinaciones de éstos, sobre moneda nacional o unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés locales e instrumentos de renta fija, que celebren las empresas bancarias establecidas en Chile y sociedades financieras entre sí o con terceros domiciliados o residentes en Chile, así como los contratos de futuros, forwards, swap y combinaciones de éstos, sobre monedas extranjeras y tasas de interés extranjeras que celebren los bancos establecidos en Chile, entre sí o con terceros domiciliados o residentes en Chile.

Esta normativa también se aplica a los contratos de opción en que los bancos o sociedades financieras ofrezcan a su contraparte la facultad de ejercer un derecho de compra ("call") o de venta ("put"). En todo caso, las instituciones financieras que actúen como emisoras de la opción deberán estar clasificadas en nivel A de solvencia.

Las transacciones indicadas pueden realizarse en bolsa o fuera de bolsa y no podrán efectuarse sobre acciones o índices que consideren precios accionarios.

Además la *Circular N° 1285 (y sus modificaciones) de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones* reguló la inversión de los fondos de pensiones y fondos de cesantía en el extranjero. Las AFPs pueden efectuar operaciones que tengan como único objetivo la cobertura de riesgos financieros de los documentos, operaciones o contratos en que inviertan, referidas a riesgo de fluctuaciones entre monedas extranjeras o riesgos de tasa de interés de una misma moneda extranjera. Para estos efectos, podrán celebrar exclusivamente contratos de opciones, de forwards y de futuros.

Las contrapartes autorizadas para estas operaciones son *Cámaras de Compensación* u otras entidades que hayan sido previamente aprobadas por la *Comisión Clasificadora de Riesgos ("CCR")*. Los contratos de opciones, forwards y futuros deberán tener, como activo objeto o activo subyacente: (i) monedas extranjeras en las que se expresen los instrumentos en que se hayan invertido los recursos del fondo o (ii) tasas de interés extranjeras, grupos o índices de ellas; (iii) instrumentos de renta fija tales como bonos extranjeros, grupos o índices de ellos, todos expresados en monedas que estén autorizadas para operaciones de cobertura de riesgos de moneda extranjera. Las AFPs no podrán emitir o lanzar opciones con los recursos del fondo a su cargo, esto es, no podrán ser vendedores de opciones.

Antes de celebrar un contrato de opción (por ejemplo) con una contraparte distinta de una Cámara de Compensación, o un contrato forward, la AFP deberá suscribir un contrato marco o *Master Agreement*, tal como el *ISDA Agreement*, con las contrapartes aprobadas por la CCR.

Creemos de importancia destacar estos contratos, que utilizan todos los bancos de inversión externos en sus operaciones con contrapartes domiciliadas o residentes en Chile. La sigla *ISDA* corresponde a *International Swaps and Derivatives Association*. Estos contratos se rigen por la ley del estado de Nueva York o por la ley de Inglaterra. El *ISDA Master Agreement (ISDA)* es un contrato general, cuyo objeto es regular una o más operaciones de derivados. El *ISDA* en sí no contiene operación específica alguna, sino que cada operación se negocia y se cierra entre las partes a través de documentos individuales separados, cada uno de los cuales se denomina *confirmación*. Una *confirmación* es un documento escrito que especifica la operación que se quiere cerrar en particular (por ejemplo, un *swap con tasa fija Libor*). Así durante la vigencia del *ISDA*, las partes pueden cerrar varias operaciones (cada una, una *transacción*), todas las cuales se rigen por las normas generales del *ISDA* y la respectiva confirmación (Nota: hay otros documentos que pueden suscribirse y que modifican los términos del *ISDA*, tales como el *Schedule* y el *Credit Support Agreement* entre otros).

Por otra parte, una de las principales preocupaciones de los bancos de inversión y, por tanto, la gran mayoría de las preguntas en relación a los *ISDA*, se refiere al *otorgamiento de garantías (collateral)* y la eventual quiebra de la contraparte chilena. En materia de garantías, hay que tener presente que las garantías que se constituyan sobre bienes situados en Chile *se rigen por la ley chilena* (por ejemplo, prenda de acciones, otras prendas sobre bienes situados en Chile, hipotecas, etc.). Es por esta razón, que las contrapartes extranjeras normalmente requieren garantías constituidas en el exterior, tales como *depósitos en dinero (cash collateral)* o *garantías sobre instrumentos emitidos y transados en el exterior*, con el objeto de aplicar la legislación que rige al *ISDA* a la ejecución de las garantías.

La *ejecución de las garantías* ocurre cuando se produce un *incumplimiento del ISDA (event of default)*, de los cuales el más importante es *la quiebra de la contraparte chilena*. El *ISDA* normalmente contempla que la quiebra de una de las partes da derecho a la otra parte a solicitar la terminación anticipada del

10. Naturaleza jurídica

Desde el momento en que se concibe el Derecho, desde un punto de vista teleológico, como un conjunto de soluciones planteadas frente a distintos problemas, la determinación de la naturaleza jurídica de una institución jurídica será una herramienta de la mayor utilidad en la aplicación del mismo, ya que facilita su comprensión, dado que lo aclara, explica y fundamenta. Desde este punto de vista, la determinación de la naturaleza jurídica del contrato swap puede constituir una contribución a la solución de dificultades que puedan surgir en la aplicación del contrato financiero que aquí nos ocupa.

No obstante la importancia que puede revestir la determinación de la naturaleza jurídica de una institución, por las razones señaladas precedentemente, en materia de swap ha existido un avance, si no nulo, escaso.

contrato. Sin embargo, las partes pueden pactar *automatic early termination*, en cuyo caso, de ocurrir ciertos eventos de incumplimiento, entre ellos la declaración de quiebra, se produce la terminación anticipada automática de todas las transacciones en ese preciso momento.

Abogados chilenos han recomendado a las contrapartes extranjeras, para efectos de hacer efectiva las garantías, que el ISDA contemple la fórmula de *automatic early termination* y que la causal sea la declaración de quiebra, por las razones que se explican a continuación: *producida la terminación anticipada de todas las transacciones, el ISDA establece un proceso para determinar la pérdida o ganancia neta que dicha terminación anticipada le genera a la parte no declarada en quiebra. Si el monto neto determinado es favorable a la parte declarada en quiebra, la otra parte deberá pagar a la quiebra conforme a las normas generales. Por el contrario, si dicho monto fuera a favor de la parte no declarada en quiebra (en este caso, la contraparte extranjera), la norma general sería que ésta devolviera las garantías a la quiebra y verificara su crédito en la misma.*

Sin embargo, también se podría señalar como otra opinión fundada, que en el caso del ISDA puede proceder la aplicación del artículo 69 de la Ley de Quiebras, que dispone textualmente "La declaración de quiebra impide toda compensación que no hubiere operado antes por ley, entre las obligaciones recíprocas del fallido y sus acreedores, salvo que se trate de obligaciones conexas, derivadas de un mismo contrato o de una misma negociación y aun que sean exigibles en diferentes plazos". En efecto se ha sostenido que las obligaciones derivadas de un ISDA, aun cuando se trate de distintas transacciones reflejadas en confirmaciones diferentes, son conexas y derivan de un mismo contrato, por cuanto el ISDA es un contrato marco, bajo cuyo marco general las partes celebran varias transacciones con distintos vencimientos, pero cuya terminación anticipada hace que se hagan exigibles en la misma fecha. En consecuencia, producida la declaración de quiebra y siendo ésta un *event of default* automático, se terminan anticipadamente todas las transacciones amparadas por un mismo ISDA y se determina un único monto que representa el valor neto de todas ellas. *Así por aplicación del artículo 69 citado, la contraparte extranjera puede utilizar la garantía que tiene en su poder para compensar las obligaciones recíprocas con el fallido.*

Finalmente la Ley N° 19.908, de octubre de 2003, autorizó al Fisco y a otras entidades del sector público para suscribir contratos de swap, futuros y forward. La autorización se extiende a todos los servicios e instituciones del sector público, como los ministerios, pero se exceptúan las municipalidades y los gobiernos regionales, así como las empresas públicas, las que seguirán rigiéndose por las normas aplicables al sector privado. La contratación debe efectuarse por licitación. Sin embargo, si el Ministerio de Hacienda estima que razones de mercado justifican un trato directo, podrá hacerlo "procurando mantener una rotación de sus contrapartes".

El Ministerio de Hacienda está encargado de evaluar todos estos contratos, para lo cual se crearon cuatro áreas especiales: legal, contratación, control y análisis de riesgos. Los términos y condiciones financieras que se acuerden deberán ajustarse a condiciones de mercado y las contrapartes deben estar clasificadas por entidades clasificadoras de riesgo de reconocido prestigio internacional, en una categoría igual o superior a la que tenga la República de Chile a la fecha de aprobación de la ley. Normalmente el Fisco y entidades del sector público suscriben el *ISDA Master Agreement*.

Se ha señalado que se trata de **dos préstamos paralelos**, y también se ha afirmado que se trata de una **permuta financiera**. Por nuestra parte, planteamos la posibilidad de enfocar este contrato desde la óptica de la **asociación o cuenta en participación** y también desde **el mandato**, en cuanto mandato a nombre propio.

a. Préstamos paralelos

Bajo esta idea el contrato de swap se entendería como dos préstamos paralelos que, recíprocamente, se hacen dos empresas. Dichos préstamos dicen relación con cantidades equivalentes, en dos monedas distintas y con el mismo vencimiento.

Este planteamiento permite explicar con facilidad el swap de divisas. En relación al swap de tasas de interés, habría que afirmar que los préstamos se realizan en la misma moneda, por la misma cantidad, pero a tasas diferentes.

Las críticas que se han realizado a esta teoría dicen relación con la circunstancia de tratarse de dos contratos distintos, por lo que el incumplimiento de una de las partes no libera a la otra.

Sin embargo, dicha crítica no es sólida, por cuanto la autonomía de la voluntad de las partes perfectamente puede vincular ambos contratos de manera tal que se trate de un solo y único contrato, en que el incumplimiento de las obligaciones de uno de ellos libere a la contraparte del cumplimiento de las obligaciones contraídas en virtud del otro contrato.

b. Permuta financiera

En apoyo a esta teoría se ha señalado que la traducción de swap es precisamente permuta o cambio. De esta forma, mediante el swap existiría una permuta o cambio de ciertas estructuras financieras de las partes contratantes.

Frente a esta teoría existen variadas críticas. Así a partir del artículo 1897 del Código Civil, que define la permuta como un *“contrato en que las partes se obligan mutuamente a dar una especie o cuerpo cierto por otra”*, se ha señalado que la permuta supone una transferencia recíproca de derechos, que no pueden ser la deuda u operación subyacente al swap, porque éste es independiente de aquélla, ya que en el swap no hay cesión de estas deudas.

En efecto, el objeto del swap son las “medidas de valor representadas por las diversas modalidades de tipos de interés o de cotización de las divisas”.¹⁵

Al respecto cabe plantear que existen variados argumentos para negar que el contrato swap sea tenga la naturaleza jurídica de una permuta:

- i. lo que las partes intercambian es dinero y el dinero no es una especie o cuerpo cierto, como exige la permuta, sino que es una cosa genérica;
- ii. la permuta es un título translaticio de dominio, y el contrato swap no lo es;
- iii. la permuta es un contrato de ejecución instantánea y el contrato swap es de ejecución diferida en el tiempo, esto es, de tracto sucesivo;
- iv. en el contrato swap no existe un intercambio de “deudas”, sino de “estructuras de deudas”; y
- v. finalmente, entender que se trata de una permuta supone afirmar que se deben aplicar las normas de la compraventa.

c. Asociación o cuenta en participación

El artículo 507 del Código de Comercio señala que *“la participación es un contrato por el cual dos o más comerciantes toman interés en una o muchas operaciones mercantiles instantáneas o sucesivas, que debe ejecutar uno de ellos en su solo nombre y bajo su crédito personal, a cargo de rendir cuenta y dividir con sus asociados las ganancias o pérdidas en la forma convenida”*.

Luego es posible concebir el contrato swap como dos contratos de asociación o cuenta en participación paralelos en que cada parte asume el *fronting* de uno de dichos contratos y en que sólo de la combinación de ambos contratos resultan ventajas para ambas partes. Como señalamos a propósito de la teoría de los préstamos paralelos, la voluntad de las partes puede vincular de tal manera ambos contratos que ellos conformen un único contrato, en que el incumplimiento de las obligaciones de una de las partes en uno de dichos contratos libere a la otra del cumplimiento de sus obligaciones en el otro contrato.

Existen argumentos que permiten apoyar y refutar esta teoría:

- i. Existen varias características de la asociación o cuenta en participación que coinciden con el contrato swap y que, por tanto, permiten apoyar esta teoría:

¹⁵ Valenzuela Garach, Fernando, “La contratación de las entidades bancarias: nociones preliminares”. En *Derecho Mercantil*, coordinación de Guillermo Jiménez Sánchez, 2ª edición, Editorial Ariel Derecho, Madrid, 1992, pág. 428, citado por Engler Palma, María Cecilia, ob. cit., pág. 101.

- 1) se trata de un contrato no solemne (artículo 508 inciso primero del Código de Comercio);
 - 2) queda entregado al convenio el objeto, la forma, el interés y las condiciones del contrato (artículo 508 inciso segundo del Código de Comercio);
 - 3) se trata de una participación privada, por lo que no existe una persona jurídica distinta de los contratantes, tampoco hay una razón social, patrimonio ni domicilio distintos e independientes; y
 - 4) el gestor es reputado único dueño en las relaciones externas, por lo que los terceros sólo tienen acción contra el administrador.
- ii. Sin embargo, también existe una serie de elementos para refutar lo expuesto:
- 1) requiere la presencia de dos o más comerciantes, lo que no es propio del contrato swap;
 - 2) tiene por objeto la realización de una o más operaciones mercantiles y, puesto que el contrato swap no requiere la presencia de comerciantes, es posible que las operaciones propias del contrato swap no sean mercantiles;
 - 3) en el contrato swap no existe la obligación de rendir cuenta; y
 - 4) entre los partícipes se producen iguales efectos que la sociedad, salvo las modificaciones resultantes de la naturaleza de la participación. Este último no es una observación decisiva, por cuanto el contrato swap permite, en el largo plazo, distribuir entre los contratantes los riesgos derivados de la variación de las tasas de interés y del tipo de cambio.

d. Mandato a nombre propio

El artículo 2116 del Código Civil define el mandato como un *“contrato en que una persona confía la gestión de uno o más negocios a otra, que se hace cargo de ellos por cuenta y riesgo de la primera”*.

El contrato swap puede ser concebido como dos mandatos a nombre propio paralelos, en que dos personas recíprocamente realizan a nombre propio, pero por cuenta del otro, determinada gestión. De esta forma, cada parte es,

recíprocamente, mandante y mandatario de la otra, y cada una de ellas espera beneficiarse con la gestión que, en su favor, haga la otra parte. Ahora bien, respecto de terceros sólo aparecerá actuando y sólo resultará obligado el respectivo mandatario, sin perjuicio de sus obligaciones para con su mandante.

Igual como ocurre en el caso de las teorías anteriores, existen argumentos para apoyar y rechazar lo expuesto:

- i. Existen varias características del mandato que coinciden con el contrato swap y que permiten defender esta teoría de los dos mandatos a nombre propio:
 - 1) Si el negocio interesa juntamente al que hace el encargo y al que lo acepta (...), habrá verdadero mandato. (artículo 2120 del Código Civil);
 - 2) El encargo que es objeto del mandato puede hacerse por escritura pública o privada, por cartas, verbalmente o de cualquier otro modo intelegible y aun por la gestión de sus negocios por otra persona (artículo 2123 del Código Civil). Lo que coincide con el consensualismo propio del contrato swap;
 - 3) El artículo 2137 del Código Civil señala que, cuando la delegación a persona determinada ha sido autorizada expresamente por el mandante, se constituye entre el mandante y el delegado un nuevo mandato; y
 - 4) La responsabilidad exclusiva que pesa sobre cada parte en el contrato swap por sus actuaciones frente a terceros, aparece reflejada en el artículo 2151 del Código Civil: El mandatario puede, en el ejercicio de su cargo, contratar a su propio nombre o al del mandante; si contrata a su propio nombre, no obliga respecto de terceros al mandante.
- ii. Existen ciertas características propias del mandato que se alejan del contrato swap:
 - 1) el mandatario está obligado a dar cuenta de su administración (artículo 2155 Código Civil), en circunstancias que no pesa esta obligación sobre ninguna de las partes del contrato swap;
 - 2) respecto de las partes del contrato swap no existen las obligaciones que el artículo 2158 del Código Civil señala para el mandante; y
 - 3) de acuerdo al artículo 2165 del Código Civil, el mandante puede revocar el mandato a su arbitrio, lo que no ocurre en el contrato swap.

11. Conclusión

El contrato swap es un contrato de reciente creación, desarrollado en el derecho anglosajón, que en sus orígenes tuvo por objeto superar los obstáculos al mercado cambiario, posteriormente se perfiló como una útil herramienta de financiamiento y de cobertura de riesgo. No obstante, no resulta fácil de aplicar, por cuanto requiere del concurso de dos contrapartes con estructuras financieras idénticas y contrapuestas, lo que no es fácil de encontrar. Por lo mismo, su cesibilidad y, por ende, su liquidez, también se ven entorpecidas.

En cuanto a su naturaleza jurídica, se han esbozado diversas teorías. De ellas, resulta muy atractiva, por su simplicidad, la teoría de los préstamos paralelos, superada que sea la crítica formulada a la unidad del contrato swap. En este sentido, el carácter netamente consensual de dicho contrato, unido a la autonomía de la voluntad de las partes, permite interrelacionar ambos préstamos. No obstante dicha calificación jurídica, será determinante al momento de la interpretación del contrato swap la intención de los contratantes. Así, los detallados documentos de normalización preparados tanto por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras, como por la *International Swap and Derivatives Association (ISDA)* y la *British Banker's Association*, permiten deslindar con claridad la intención de los contratantes cuando suscriben contratos swap basados en tales documentos.