

## Artículo original

### Los futuros y los *forwards* en el derecho paraguayo. ¿Derechos Humanos o Derecho Financiero?

#### The Futures and the Forwards in Paraguayan law. Human Rights or finance law?

#### Futuro ha Forwards-kuéra ñane retã léipe. Yvypóra derécho terãpa viru ñemono'õ derécho

\*Pedro Lacasa<sup>1</sup>

<https://orcid.org/0000-0001-9994-8771>

Universidad Nacional de Asunción. Asunción, Paraguay.

## Resumen

Los futuros y los *forwards* instrumentos financieros poco explotados en la actividad económica paraguaya. Su poca utilización en el mercado nacional en cierta medida, quizás, se deba al desconocimiento de ambas figuras financieras. En ese sentido en este artículo se abordan las siguientes interrogantes: ¿Qué son los futuros y los *forwards*? ¿Para qué sirven? ¿Cuál es la diferencia entre uno y otro? ¿Tienen validez jurídica? El desarrollo del mercado bursátil en Paraguay ha sido lento y muy poco avanzado. Sin embargo, como se dice coloquialmente, –está todo por hacerse–. No obstante, a través de la Bolsa de Chicago, en adelante CME, en Estados Unidos, ya ha comenzado a cotizar el agua H<sub>2</sub>O en los mercados de futuros, así como otros *commodities* como el petróleo o los metales. ¿Estos contratos de futuros de agua, al decir de Olav Dirkmaat, ¿son una bendición o una maldición? La excesiva

<sup>1</sup>Recibido: 20.01/21

Aprobado: 13.04.21

Universidad Nacional. Asunción, Paraguay. E-mail: [pedrolacasagonzalez@gmail.com](mailto:pedrolacasagonzalez@gmail.com)

Abogado la Universidad Nacional de Asunción, 2013. Diplôme Supérieur d'Université en Derecho Internacional Privado de la Universidad de Paris II Panthéon-Assas. Summer school of Civil Law de la Fondation pour le droit continental, 2016. Diploma internacional en Derecho de la Energía e Inversiones (CCI-Heidelberg, 2017). Pasantía en Project Finance y Estructuración de PPPs (Corporación Nacional de Desarrollo. Montevideo, 2018). Maestría en Derecho de la Empresa de la Universidad Católica “Nuestra Señora de la Asunción” (2020). Especialización en Derivados Financieros de la BVPASA (2019). Curso de Futuros de Tipo de Cambio de la BVPASA (2019).

ISSN 2415-5063 Versión impresa

ISSN 2415-5071 Versión en línea

<https://ojs.ministeriopublico.gov.py> Contacto: [dip.informaciones@ministeriopublico.gov.py](mailto:dip.informaciones@ministeriopublico.gov.py)



Artículo de acceso abierto. Licencia Creative Commons 4.0.



*commodification* de las cosas es un fenómeno que afecta innegablemente al mundo entero, con mayor aceleración en las décadas posteriores al año 2000, con el apogeo del internet, la masiva globalización y el dominio de las *Big Tech*. El objetivo de este trabajo, serán entonces, los contratos futuros y los *forwards*. La importancia de estos últimos es preponderante en el desenvolvimiento del comercio internacional de *commodities*, considerando que el Paraguay se destaca por su calidad de agroexportador.

**Palabras clave:** Futuros – *Forwards* – *Commodity* – Mercado– Finanzas.

### ***Abstract***

The futures and the forwards are financial instruments, very little exploited in Paraguayan economic activities. The reason for their low use in national market might be, to a certain extent, the lack of knowledge of these financing tools. In that sense, this paper covers the following questions: what are the futures and the forwards? What are they for? What is the difference between them two? Do they have legal effect? The exchange market's development in Paraguay has been very slow and is currently little advanced. Nevertheless, to put it colloquially, everything must be done. However, the Chicago stock exchange, CME onwards, in the United States, started to quote the water in the future market, and as Olav Dirkmaat inquires, ¿is that a blessing or a curse? The excessive commodification of the things is a phenomenon that undeniably affects the whole world, more rapidly in the decades after the year 2000, with the height of the internet, the massive globalization and the dominance of Big Tech. The purpose of this paper is to cover future and forward contracts. The importance of them is preponderant in the development of international trading of commodities, considering that Paraguay stands out for its agro-business.

**Key words:** Futures – *Forwards* – *Commodity* – Market – Finance.

### ***Ñemombyky***

Umi oñembohérava futuro ha *Forwards* ningo tembiporu viru ñemono'õrã sa'i gueteri ojapóva ñane retã economía-pe. Sa'i ojeporu paraguái mercado-pe oiméneko ndojekuaa porãinte gueteri mokõive mba'e viru ñemono'õrã. Upévaitére, ko kuatione'ême oñeñeporandu péicha: Mba'épa he'ise hina futuro ha *forwards*-kuéra. Ma'erãpa ovale. Mamópa ojoavy ko'áva ojuehgui, ojeporu kuaápa ñande léi apytépe. Upe mercado bursátil hérava ningo ojera mbegue ha sa'i oku'e ha okakuaa ko Paraguay-pe. Upéicharamo jepe, he'iháicha ku ñe'ënga

–opa mba’e ikatu oiko–. Upéicharupi, Bolsa de Chicago rupive, CME ñembohérava, oĩva Estados Unidos-pe, ñeipyryũma ñekuarẽ ñande y H2O umi hérava mercado de futuro rupi ojejapoháicha ojejúvo petróleo ha ambue metal commodities rehegua. Ko’ã contrato oja’póva futuros y rehegua, he’iháicha Olav Dirkmaat, oguerútapa mba’e porã térãpa temimbyasy. Okakuaa guasu etereíramo pe hérava commodification heta mba’erã ningo opokopaite oĩvéva tetãre ko mundo-pe, ha okakuaa pya’eve ko’ãga ko año 2000 rire, internet, globalización okakuaa pya’e háichaha Big Tech Tecnología Tuichaicháva osunuháicha. Ko tembiapo rupive upéicharõ omyesakã mba’épa umi contrato futuro ha forwards, rehegua. Ko’ã mba’e tuicha mba’eterei ojeguerojera haguã comercio internacional commodities rehegua, ojekuaápype Pagaguay ipyapy mbareteha agroexportación-pe.

**Ñe’ẽ tee:** Futuros – Forwards – Commodity – Mercado– viru ñemono’õrã.

## Introducción

En una economía eminentemente agrícola como lo es la paraguaya, donde la exportación de *commodities* juega un rol crucial en la cadena de abastecimiento que mueve a la economía nacional, y donde la actividad agropecuaria es tan estratégica pues está directamente vinculada a los sectores de transporte, logística y financiero.

Así las cosas, resulta evidente la importancia del sector productivo agropecuario en el mercado paraguayo, ¿no? Indefectiblemente, se deduce entonces la influencia directa que tiene el sector primario con el desarrollo y sostenimiento del sector bancario.

Los préstamos de parte de las diferentes entidades bancarias a los productores agrícolas o ganaderos para hacer frente a necesidades como las exigencias de cultivo, mantener el *stock* de mercaderías, la adquisición de equipos propios del rubro, como cosechadoras, pulverizadoras, tractores, entre otros, la inversión en genética con fines reproductivos, etc., es una práctica que debido al volumen de montos dinerarios implicados, resulta crucial para la actividad bancaria en general; tanto así, que los bancos en Paraguay dedican una rama de sus estructuras solamente al financiamiento de actividades agropecuarias a través de lo que denominan –Banca Agrícola y Banca Ganadera, cuyo ejemplo de esta segmentación la presenta la página web del Banco GNB–.

Sin embargo, la bonanza agropecuaria cada vez que hay una buena zafra repercute en el sector bancario, que aparte de ver asegurada la fuente de repago de sus operaciones de financiamiento, ve la oportunidad de colocar más capital –ya sea bajo la forma de préstamos u



otras modalidades— entre los actores del agro, pues se verán incentivados a incrementar su inversión inicial o anterior, no se ve reflejada con tanto ímpetu en el mercado bursátil nacional.

Es sabido que el desarrollo de los futuros en tanto que derivados financieros giró en torno a los activos subyacentes que el mercado de *commodities* enfatizaba en ese momento. De hecho, se estima que el origen del mercado de futuros se transporta al Japón de 1710, en el Mercado de Arroz de Dojima, en Osaka. Según Santos, en Estados Unidos el primer contrato —de tiempo futuro— data de 1851 para una entrega de maíz a Chicago, fijando el precio del *commodity* antes de la entrega de este. En esa línea el autor sigue sosteniendo por supuesto, el florecimiento de los futuros dio lugar al desarrollo de sus primos: los *forwards* (Santos, 2008).

Entonces: ¿cómo es posible que en un país eminentemente agroganadero cuya economía se sostiene a través del campo no haya logrado desarrollar un mercado bursátil en donde se intercambien derivados financieros de los *commodities* comerciados por este mismo sector? ¿Por qué no se han desarrollado con suficiente brío los futuros y *forwards* en el mercado de capitales de Paraguay?

Los esfuerzos de la Comisión Nacional de Valores, en adelante CNV, y de la Bolsa de Valores de Asunción, en adelante BVPASA, quedan lastimosamente, en la sombra del letargo de los actores del mercado —inversionistas— que no ven muy segura su inversión en los futuros y *forwards*.

Si bien, es una realidad económica que el Paraguay es un país netamente importador de bienes y servicios —es decir, que tiene poca producción ni para llenar la demanda local ni para la venta transfronteriza— y que al mismo tiempo es esencialmente agroexportador, con renombre en la venta transfronteriza del comercio internacional de materias primas —*commodities*— como la soja, el algodón, la carne —vacuna, ovina y caprina—, la leche y sus derivados, entre otros, es también una realidad fáctica la comodificación, —*commodification*— en inglés de cada vez más elementos que antes no se —compraban y vendían— dentro de los mercados financieros como los *commodities* más tradicionales.

*Comodificación* según la definición de Springer: es el proceso por el cual un elemento que no contaba con un valor económico pasa a adquirir un valor económico cuantificable (2016). Este proceso transforma las relaciones humanas y jurídicas en relaciones puramente comerciales.

Al respecto, expresa el economista Michael J. Sandel: “...*The commodification of everything has sharpened the sting of inequality by making money more.* En español: La comodificación de todo ha afilado a la desigualdad, al hacer que el dinero importe cada vez

más (2013).

De allí la importancia de dominar esta clase de instrumentos financieros —o si se prefiere, contratos de derecho privado— para así controlar la desmedida *commodification of everything* y ejercer un más apropiado gobierno sobre los *commodities* de origen nacional.

Sin perjuicio de las numerosas aristas que pueden contener las enunciaciones anteriores, en el presente trabajo se intentará presentar una noción de los futuros y de los *forwards* y luego se pasará a presentar el régimen jurídico de estos instrumentos financieros.

### **La noción de los futuros y los forwards**

Los futuros y los *forwards* son instrumentos financieros que se conocen con el nombre de derivados financieros.

En esa línea es importante conocer ¿qué son los derivados financieros? Pues son obligaciones a plazo, que otorgan derechos u obligaciones de comprar o vender ciertos activos como el azúcar, el café, la soja, el algodón, el oro, la plata, el cobre, ciertos hidrocarburos, etc. Su importe depende del valor del activo subyacente en la operación —como los *commodities* que se acaban de nombrar—, razón de su nombre.

La esencia de los derivados financieros es la gestión de riesgos asociados a las características del activo subyacente en cuestión, como por ejemplo el riesgo de precio de dicho activo en el tiempo, considerando el mercado.

Hull sostiene: Si bien la esencia del intercambio y negociación de los derivados financieros es la gestión de riesgo, los derivados tienen tres maneras de ser utilizadas, dependiendo del tipo de sus usuarios pueden ser:

- a. Los *hedgers* —coberturistas—: Utilizan los derivados financieros como los futuros y *forwards*, para reducir el riesgo de la posición que toman en el mercado ante cambios en los precios.
- b. Los *arbitrageurs* —arbitrajistas—: adoptan voluntariamente posiciones que se compensan en dos o más instrumentos financieros, asegurándose así un beneficio ganancial en virtud de las ineficiencias del mercado (Investopedia, 2019).
- c. Los especuladores: utilizan los derivados financieros como los futuros y *forwards* para adoptar una posición determinada en el mercado con una expectativa de la dirección del mercado y de sus precios (Hull, 1993, p. 13).

Algunos ejemplos de derivados financieros lo son los futuros, los *forwards*, las opciones y los *swaps*. El presente trabajo se concentrará en los dos primeros.



Para Mc Laney: *a priori*, cualquier activo puede ser objeto de un derivado financiero, ej., tanto los *commodities* como los instrumentos financieros y los bonos, acciones societarias, divisas, etc. (2009, pág. 15).

Evidentemente, como el Paraguay está avanzado en la producción de *commodities* mucho más que en el mercado de instrumentos financieros como bonos corporativos o acciones societarias, se debería apuntar primero a un sólido mercado en futuros y *forwards* basados en el intercambio de *commodities* y luego, tal vez, pasar a un mercado de futuros y *forwards* de otros activos financieros cuya circulación implica una sofisticación.

Establecer o intentar presentar la noción de un objeto determinado implica esgrimir ciertas ideas del objeto de estudio, además de introducir ciertos asuntos necesarios.

Por esta razón, en primer lugar, se expondrá un concepto de lo que debe entenderse por futuros y *forwards* y luego se expondrán algunas diferencias entre ambos.

## **Futuros**

Son unos derivados financieros que conceden un derecho o una obligación de comprar o vender cierto activo a un precio fijado de antemano, previo a la efectiva fecha de entrega de dicho activo. Este activo se denomina activo subyacente.

Al igual que los *forwards*, son contratos en tanto que intercambio de voluntades entre dos partes con el objeto de distribuir derechos y obligaciones en observancia de las normas imperativas de la ley, en virtud del art. 669 del Código Civil paraguayo, en adelante CCP, que reza: “Los interesados pueden reglar libremente sus derechos mediante contratos observando las normas imperativas de la ley, y en particular, las contenidas en este título y en el relativo a los actos jurídicos”.

De lo anterior, se puede deducir la siguiente serie de mandatos legales:

- a) Que el art. 669 establece que los particulares se pueden distribuir derechos y obligaciones entre particulares, a través de contratos, no a través de otros instrumentos.
- b) Que los particulares pueden “reglar libremente sus derechos mediante contratos”, los particulares disfrutan de una amplia libertad contractual. En otras palabras, los particulares pueden contratar sobre casi cualquier cosa, cuyo objeto no vaya en contra de las normas imperativas, y sea lícito.
- c) Los límites de la libertad contractual de los particulares son las normas imperativas de la ley y no otra cosa, como específicamente, las normas imperativas



contenidas en el Título I del Libro Tercero “De los Contratos y de otras Fuentes de las Obligaciones” y en lo relativo a los Actos Jurídicos del CCP.

Con relación al inc. a) es importante resaltar que el art. 1013 del Anteproyecto de De Gásperi, fuente del actual art. 669 CCP, en el que establecía: “Salvo por disposición contraria de la ley, sólo por contrato celebrado entre dos o más interesados puede constituirse una relación obligatoria o modificarse el contenido de otra anterior de igual naturaleza”.

La referencia a la libertad contractual esgrimida en las líneas anteriores se refuerza con lo dispuesto en el art. 670 CCP: “Las reglas de este título serán aplicables a todos los contratos. Los innominados se regirán por las disposiciones relativas a los nominados con los que tuvieren más analogía”.

Esta norma del CCP, deriva de sus antecedentes, entre ellos el art. 1014 del Anteproyecto de De Gásperi, que rezaba:

Las partes pueden determinar libremente el contenido del contrato dentro de los límites impuestos por la ley, y concluir contratos que no pertenezcan a los tipos sujetos a una disciplina particular, con tal que vayan dirigidos a realizar intereses mercedores de tutela según el ordenamiento jurídico (1963).

A su vez, el art. 1143 del Código de Vélez Sarsfield, también antecedente del art. 670 CCP, sostiene: “Los contratos son nominados, o innominados, según que la ley los designa o no, bajo una denominación especial”.

En otras palabras, no importa si el contenido del contrato está contemplado en un texto legal o en una norma (contrato nominado); igual los particulares podrán celebrar contratos *à mesure*, observando las normas imperativas de la ley y la analogía con los contratos nominados o previstos en la normativa de que se tratase.

Se concluye entonces, que los futuros no solamente son derivados financieros: son contratos innominados sin tipificación en una ley especial por fuera del CCP. Actúan bajo la intermediación de una Bolsa de Comercio que opera en medio de las partes del contrato de futuro, el comprador del futuro y el vendedor del futuro. Son contratos estandarizados, generalmente de adhesión que no son negociables, impuestos unilateralmente por la Bolsa de Comercio, quien curiosamente, no es una parte contratante del futuro en cuestión, sin embargo, se encarga de unir a las partes contratantes, como en Asunción es el caso de la BVPASA.

Al respecto, Hull sostiene:



La Bolsa no es una parte contratante en el contrato de futuro pues no asume ningún compromiso de adquirir o vender cierto *commodity* o activo subyacente, únicamente brinda la plataforma –antes física, ahora digital– a las personas físicas o jurídicas para que encuentren a compradores o vendedores potenciales de dicho activo a precio futuro a la entrega efectiva: es decir, se encarga de conectar a las partes. Su función es la de proveer los mecanismos a las partes que les den la garantía suficiente de que el contrato de futuros será honrado. No participa de manera alguna en la formación de los precios. Tampoco actúa como comprador o vendedor de los contratos de futuros. Solamente brinda un mercado donde la oferta y la demanda pueden converger (1993, pág. 4).

Unos ejemplos de las Bolsas en donde se negocian los futuros son la *Chicago Board of Trade* en adelante CBOT; la *Chicago Mercantile Exchange* en adelante CME; el Mercado a Término de Buenos Aires en adelante MATBA; el Mercado a Término de Rosario en adelante ROFEX, por más que ambos se hayan fusionado en un único mercado de futuros en el 2018 (ROFEX, 2018); en Paraguay se cuenta con la BVPASA, etc.

Brealey, Myers, & Allen presenta un ejemplo en los siguientes términos:

De esta manera, una persona X física o jurídica puede convenir con una persona Z una venta de soja, [los contratos futuros estándar exigen una cantidad mínima del activo subyacente a negociar o una cantidad mínima del valor monetario de la transacción] a determinado precio por ejemplo, tantos dólares por tonelada de soja previo a la futura entrega efectiva de dicha *soja* lo cual, al ser la entrega en el futuro, implica necesariamente fluctuación en el precio de la soja. La persona Z, interesada en comprar la cantidad de soja en el futuro a un precio ya determinado previamente, celebra un contrato de futuros, a través de la Bolsa Y con la persona X. O sea, el precio de compra está fijado al momento de celebración del contrato, pero el pago es diferido en el futuro (2011, pág. 654).

Los citados autores sostienen: Los futuros son celebrados sobre un activo que subyace en la operación. Este activo puede ser un *commodity* –dando lugar a los futuros de *commodities*– o un activo financiero –dando lugar a los futuros financieros–. Los futuros de *commodities* funcionan de igual manera que los futuros financieros (2011, pág. 656).

En consecuencia, los contratos de futuros generan una relación jurídica tripartita entre comprador, Bolsa y vendedor. Esta relación indirecta entre las partes coloca a la Bolsa en el medio de la operación; por ende, la relación jurídica contractual se da i) entre la Bolsa y la



parte compradora y ii) entre la Bolsa y la parte vendedora. No se genera una relación contractual directa entre comprador y vendedor, pues la Bolsa es la contraparte central.

Sin embargo, es precisamente la Bolsa la que determina ciertas condiciones estandarizadas para los contratos de futuros, que ni el comprador ni el vendedor puede negociar, como la fecha de vencimiento –*maturity date*– de los futuros.

No obstante, la conclusión de un contrato de futuro implica ciertas garantías que aseguren el cumplimiento de dicho contrato. Ambas garantías son solventadas por las partes del contrato y otorgadas a la Bolsa, quien las custodia y llegado el momento, las devuelve a las partes contratantes.

### Garantías en los contratos futuros

En primer lugar y tal como lo expresan Brealey, Myers y Allen, cabe citar que:

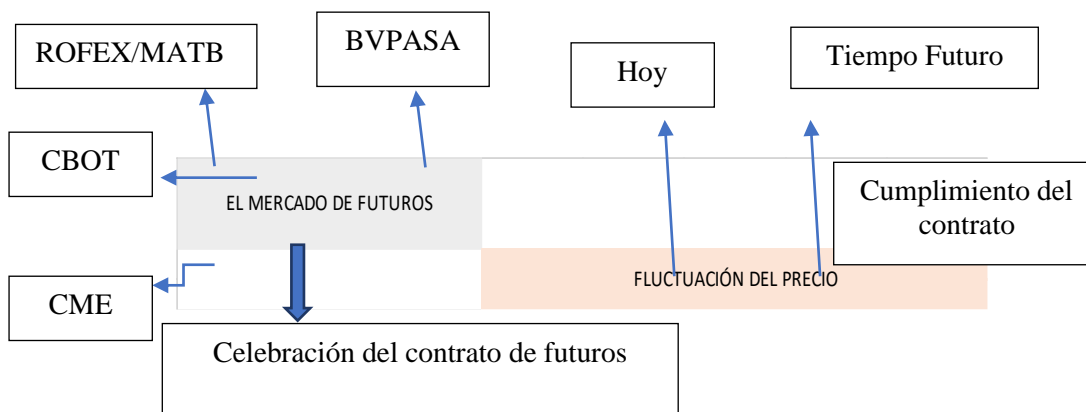
“...al momento de celebrar cada contrato de futuros, se exigirá de parte de la Bolsa, quien actúa como una Cámara Compensadora entre el comprador y el vendedor en un contrato de futuro a la parte compradora y a la parte vendedora del futuro, el depósito de un determinado monto dinerario que se garantice el cumplimiento del contrato de futuro, denominado *margen o margen inicial*” (2011, pág. 654).

En segundo lugar, y dependiendo de cómo se dé la evolución de los precios del activo subyacente en el mercado, el inversor en un contrato de futuros –sea parte compradora o vendedora– sacará una ventaja o una desventaja al precio de mercado cada día, pues cada día podría haber fluctuaciones del precio de dicho activo subyacente.

Entonces, para evitar que el inversor tenga que depositar la totalidad del monto dinerario en caso de pérdida, se le exigirá de –parte de la Bolsa– a éste depósitos diarios del resultado negativo de la diferencia entre el precio del futuro y la fluctuación que sufre el precio del activo cada día. Este mecanismo de garantía dineraria que tiene lugar en forma diaria se denomina diferencia diaria.

### Figura 1

*La valoración del precio en el tiempo de los futuros.*





### ***Forwards***

Para Hull, “al igual que los futuros, son acuerdos para comprar o vender cierto activo subyacente en el futuro, a determinado precio fijado en el contrato de forward. Son derivados financieros simples, generalmente entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y un cliente corporativo. Los forwards no son generalmente negociados en una Bolsa” (1993, pág. 2).

Los *forwards* pueden celebrarse sobre *commodities* como los granos, metales preciosos, gas, hidrocarburos, etc. (Investopedia, 2020). Al igual que los futuros, los *forwards* constituyen contratos bajo la óptica del derecho paraguayo en los términos de los arts. 699 y siguientes del CCP.

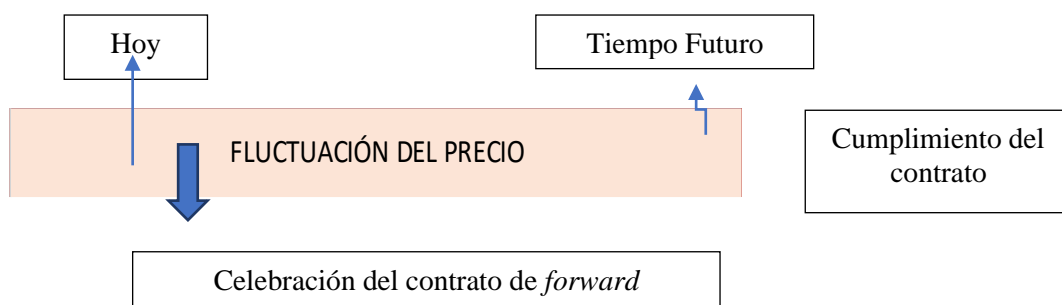
Al no ser negociados en una Bolsa, los contratos *forwards* no se componen de una relación jurídica tripartita de comprador –Bolsa– vendedor como en los futuros, sino son una relación jurídica directa de comprador-vendedor sin un tercero que intervenga en el cumplimiento del contrato.

Dado que no existe intervención de una Bolsa en el medio de las partes contratantes, el contrato de *forward* a celebrar tampoco posee condiciones estandarizadas por el contrario, sus términos son personalizados y *à mesure* para las partes, y las condiciones son libremente negociadas bilateralmente entre las partes, lo cual da a los *forwards* una mayor flexibilidad y presencia de la autonomía de la voluntad en comparación a los futuros. Por ejemplo, en los *forwards*, las partes acuerdan libremente la fecha de vencimiento –*maturity date*–.

Como resultado de la flexible y libre negociación de sus términos y condiciones contractuales por las partes, los contratos *forwards* no exigen una garantía en específico. Las partes pues, pueden acordar o no la exigencia de ciertas garantías para la ejecución de esos contratos, aunque esto no es común, pues los *forwards* se caracterizan por ser operaciones que implican un alto riesgo crediticio.

### **Figura 2**

*La variación del precio en el tiempo Forwards.*



## Futuros vs *Forwards*

Si bien ambos contratos implican un acuerdo para vender y al mismo tiempo comprar un determinado activo en una fecha determinada y a un precio fijado de antemano, los futuros presentan ciertas diferencias respecto a los *forwards*. Dichas diferencias, jurídicamente hablando, no siempre son menores.

La primera diferencia sustancial entre los contratos de futuros y *forwards* es que mientras que los futuros son contratos estandarizados, los *forwards* brindan mayor flexibilidad, pues cada contrato de *forward* es un negocio *à mesure* para las partes.

Esto es, que los contratos estandarizados pueden indicar ciertas condiciones impuestas por la Bolsa, como el volumen de los *commodities*, las garantías de las operaciones, los precios máximos y mínimos por cada contrato, etc. En cambio, los *forwards* ofrecen una negociación más a medida por las partes contratantes.

La segunda diferencia es la calidad de la relación entre las partes. Mientras en los futuros la relación es tripartita comprador –Bolsa– vendedor con la Bolsa como contraparte central y por ende indirecta entre las partes en el negocio, los *forwards* implican una relación puramente bilateral y directa entre las partes, sin intervención de ningún tercero.

En este sentido, los futuros se negocian dentro de mercados institucionalizados como dentro de una Bolsa mientras que los *forwards* constituyen transacciones *Over the Counter* OTC, es decir, una operación *vis a vis* entre las partes interesadas, por fuera de los mercados institucionalizados como las Bolsas.

La tercera diferencia es que los futuros contemplan un esquema de garantías para velar por el cumplimiento del contrato. Los *forwards*, que no necesariamente contemplan garantías contractuales pues implica sumas de dinero adicionales conllevan un riesgo crediticio alto.

La cuarta diferencia es la forma de fijación del precio contractual. Los futuros, como son negociados dentro de un mercado institucionalizado –Bolsa–, brindan una negociación abierta de los precios contemplados en los futuros, a través de negociaciones públicas bajo ciertas reglas de transparencia que la Bolsa se encarga de cumplir. No obstante, los *forwards*, dado que implican una negociación directa entre las partes, o sea una negociación privada, también implican ofertas privadas de precios.

Por último, la quinta diferencia es la posibilidad de cancelar anticipadamente el contrato. Si bien ambos contratos contemplan una posibilidad de cancelación únicamente al vencimiento, en los futuros se puede lograr el mismo resultado a una cancelación anticipada si se realiza una operación inversa a la inicial –es decir, si se compró un contrato de futuros, se



debe vender un contrato de futuro—. Esta posibilidad no está presente en los *forwards*.

### **El régimen jurídico de los futuros y *forwards***

Esgrimir una aproximación del régimen jurídico de los futuros y *forwards* implica no solamente precisar las normas jurídicas que le son aplicables *stricto sensu*, normas jurídicas de índole financiero como las disposiciones de la CNV o del BCP, sino comprender el marco jurídico que le son aplicables *lato sensu*, y esto es solamente posible una vez que se ha determinado la naturaleza jurídica de los futuros y *forwards*.

#### ***La naturaleza jurídica***

Se ha visto en las páginas anteriores que tanto los futuros como los *forwards*, cumplen los requisitos para configurar a un contrato, en la dimensión jurídica que le otorga el derecho paraguayo.

El art. 673 CCP reza: Son requisitos esenciales del contrato:

- a) El consentimiento o acuerdo de las partes;
- b) El objeto; y
- c) La forma, cuando fuere prescripta por la ley bajo pena de nulidad

Los futuros y *forwards* implican el acuerdo tanto de la parte compradora como de la parte vendedora. En el caso de los futuros, también se obtiene el consentimiento de la Bolsa en tanto que contraparte central. Por lo tanto, el primer requisito para que los futuros y *forwards* sean considerados contratos se encuentra cumplido.

Respecto del objeto del contrato, reza el art. 695 CCP:

La prestación de cosas futuras pueden ser objetos de los contratos.

Si la existencia de ellas dependiere de la industria del promitente, la obligación se considerará pura y simple.

Si la existencia de ella dependiere en todo o en parte de fuerzas naturales, se considerará subordinada la eficacia del contrato al hecho de que llegasen a existir, a menos que la convención fuere aleatoria

Tanto los futuros como los *forwards* tienen por objeto la compra —y también la venta

de parte de la otra arista contratante— en el futuro de un activo determinado bajo un precio fijado de antemano.

El activo subyacente objeto de compraventa futura es una cosa determinada en su cantidad; su determinación en calidad es un tanto superflua, ya que generalmente los futuros y *forwards* se celebran sobre *commodities*, títulos valores, etc., es decir, cosas fungibles.

Y claro, todo contrato en el derecho paraguayo debe ajustarse a lo dispuesto en el CCP sobre los actos jurídicos, como en el art. 299:

No podrá ser objeto de los actos jurídicos:

- a) Aquello que no esté dentro del comercio;
- b) Lo comprendido en una prohibición de la ley; y
- c) Los hechos imposibles, ilícitos, contrarios a la moral y a las buenas costumbres, o que perjudiquen los derechos de terceros.

La inobservancia de estas reglas causa la nulidad del acto, de igual modo, las cláusulas accesorias que, bajo la apariencia de condiciones, contravengan lo dispuesto por este artículo.

La compraventa futura de un activo subyacente como un *commodity* muy negociado en los mercados nacional e internacional o un activo financiero dentro del comercio como ciertos títulos valores, es una actividad posible, mientras exista el activo subyacente en condiciones normales, lícita, mientras el activo subyacente sea lícito en virtud de la ley aplicable, acorde a la moral y buenas costumbres y que no perjudica el derecho de terceros.

En realidad, como principio general, “...todo lo que no esté prohibido podrá ser objeto de los actos jurídicos, lo cual implica una variedad inimaginable...” (Moreno, 2011, pág. 576). En consecuencia, el segundo requisito del art. 673 se encuentra cumplido.

Por último, resta analizar el requisito de la forma acerca de los contratos de futuros y *forwards*.

Tal como expresa autorizada doctrina nacional (Peroni año):

El Capítulo IV de la Forma y prueba establece como principio la libertad de formas con la única limitación de aquellos contratos que deben formalizarse por escritura pública, y de aquellos que superen la cantidad de más de diez



jornales mínimos establecidos para la capital, que deben hacerse por escrito a efectos probatorios (art. 699 al 707).

Por tanto, como la ley no impone una formalidad específica a los contratos de futuros y a los contratos de *forward*, rige la libertad de formas, siempre y cuando se respete el requisito del art. 706 CCP, cumpliéndose así el último y tercer requisito del art. 673 CCP.

Los futuros y los *forwards* son entonces contratos cuyo objeto es la compraventa futura de un determinado activo, denominado activo subyacente. Esta compraventa futura implica necesariamente una posición futura de ventaja o desventaja entre el precio pactado y el precio real del activo subyacente al vencimiento del contrato.

Esa variación de precio puede ser utilizada de diversas formas. La mayoría la utiliza para ganar cobertura *–hedgers–*; otros la utilizan con fines especulativos; y otros la utilizan apuntando un beneficio económico gracias a los precios del mercado, adoptando posiciones compensadoras en dos o más instrumentos financieros.

Apuntar a sacar provecho de la diferencia entre un precio futuro y un precio fijado de antemano a través de un contrato, en condiciones claras y visibles, es una actividad totalmente lícita. Aparte, la mera celebración de un contrato de futuros o *forwards* no implica necesariamente un provecho económico: también se corre el riesgo de que el precio varíe en detrimento de la posición que se adoptó inicialmente en el contrato. Esto implica una pérdida para una de las partes. Esta clase de *alea* es un riesgo normal y contemplado en los propios términos contractuales.

Habiendo determinado la naturaleza jurídica de los futuros y *forwards*, resta precisar su régimen jurídico, exponiendo de manera ordenada las disposiciones normativas que les son aplicables dentro del ordenamiento jurídico paraguayo.

## Régimen jurídico

Desde el punto de vista jurídico, siendo los futuros y los *forwards* contratos, les son aplicables, en lo pertinente, las disposiciones legales sobre los contratos, como su formación, objeto, forma, interpretación, etc. También son aplicables las reglas del art. 691 CCP en lo relativo a los contratos de adhesión, especialmente para los futuros, por su condición de contratos estándar.

Desde el punto de vista financiero, los futuros y los *forwards* son derivados financieros; son instrumentos que permiten una negociación en los mercados.

Los futuros, en tanto que derivados financieros que son negociados y comercializados

dentro de una Bolsa de Valores, están sujetos, en lo pertinente, a las normas que rigen a esa respectiva Bolsa de Valores como la BVPASA y a la CNV, especialmente en lo relativo a las reglas de transparencia en las operaciones bursátiles como el art. 84 de la Ley n° 5810/0217 “del Mercado de Valores” y acerca de la potestad sancionadora de la CNV, como en los arts. 182 y siguientes de dicha ley y otros instrumentos de las Bolsas de Valores, como la BVPASA como ser la Resolución CNV CG n.° 6/19, que aprueba el Reglamento General del Mercado de Valores; la Resolución BVPASA n.° 1671/2017 que modifica a las Resoluciones BVPASA 1603<sup>2</sup> y 1604<sup>3</sup> del Mercado de Futuros; la Resolución BVPASA n.° 1602/2017, que establece el Reglamento General del Mercado de Derivados Financieros en la BVPASA, etc..

Los *forwards*, en tanto que derivados financieros OTC, no se hallan sujetos a la rigidez de las normas del mercado institucionalizado —Bolsa de Valores—; pero como se suelen celebrar entre instituciones financieras, están sujetos a reglas del regulador público de las instituciones financieras: el BCP.

En este sentido, le son aplicables a los *forwards* los arts. 40 y 73 de la Ley n.° 861/1996 “General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito”.

*A fortiori*, también le son aplicables a los *forwards* los Reglamentos de operaciones de compra y venta de divisas a término —*forward* de divisa—s de la Resolución del Directorio del BCP n.° 8, Acta 13 del 26 de febrero de 2013 y sus modificatorias, la Resolución n.° 11, Acta 34 del 31 de mayo de 2018 y la Resolución n.° 15, Acta 67 del 18 de octubre de 2018. Tampoco hay que olvidar a la Resolución n.° 3, Acta 48 del 08 de julio de 2014 “Reglamento para los excesos a los límites de la posición en moneda extranjera y operaciones *forward*”.

### Conclusión

Los contratos financieros que implican una compraventa de derechos sobre un determinado bien, *commodity*, son un motor de los mercados financieros internacionales en la actualidad; no obstante, en los últimos años, algunos elementos que estaban considerados como —fuera del comercio— o como incluso un derecho humano —UN, s.f. — han sido paulatinamente convertidos en meros *commodities* que se comercializan en compraventas u otros negocios financieros más complejos como si fuesen *commodities* tradicionales como los metales o la carne.

El día ha llegado: ya se comercializa el agua y no se está hablando de la simple venta y distribución de agua embotellada en los mercados financieros. Será sólo cuestión de tiempo

<sup>2</sup>“Que establece las Especificaciones de Contratos de Futuros Guaraní-Dólar”.

<sup>3</sup>“Que establece el Reglamento de Admisión para Contratos Derivados Financieros”.



para que en el –mercado financiero global legal– se comercialicen derivados financieros sobre riñones humanos –y otros órganos–; un determinado tipo de sangre, etc. El mercado ha hablado: ya casi nada escapa a la valorización económica –y por ende al comercio– y la conducta humana ha obedecido.

El Paraguay forma parte del Acuífero Guaraní, que es la tercera reserva de agua dulce más grande del mundo, junto con Brasil, Argentina y Uruguay (AQUAE, s.f.).

La mercantilización del agua potable es una realidad de los mercados financieros internacionales y como Estado no debería ignorar esa realidad.

La masiva mercantilización de bienes que otrora estaban considerados como –fuera del comercio– y cuyo acceso es considerado un derecho humano, es un hecho objetivo consumado y cada vez más común. Esto no tendría que ser desatendido ni por el sector público ni por el sector público del país.

### **Recomendaciones**

Entre las recomendaciones que derivan necesariamente de todo lo expuesto en las páginas anteriores, en primer lugar, se enfatiza la importancia del derecho comparado sobre los mercados financieros internacionales, para comprender el impacto real que puede ocasionar una regulación excesiva o –lo que es peor– una regulación ausente sobre los instrumentos financieros que forman parte de la economía de un Estado Soberano, sea éste consciente o no, de lo anterior.

En segundo lugar, la ausencia de regulación y de efectiva práctica comercial sobre algunos instrumentos financieros, constituyen una oportunidad sin igual para que el sector privado principalmente aquellas organizaciones o instituciones especializadas o bien segmentadas intervengan positivamente, organizando capacitaciones, fomentando regulaciones y promoviendo buenas prácticas financieras. Instituciones como la Asociación Rural del Paraguay - ARP, Federación de la Producción, la Industria y el Comercio –FEPRINCO, Unión Industrial Paraguaya– UIP, BVPASA, el Colegio de Abogados del Paraguay, por citar algunas, tienen la obligación institucional de llevar estas tareas a cabo para dinamizar y preparar así al sector agropecuario, industrial y financiero.

En tercer lugar, es fundamental la intervención y acompañamiento del sector público en lo que refiere a las actividades recomendadas más arriba. El apoyo de Instituciones Públicas especializadas como el Servicio Nacional de Calidad y Salud Animal, SENACSA, el Servicio Nacional de Saneamiento Ambiental, SENASA, el Servicio Nacional de Calidad y Sanidad



Vegetal y de Semillas, SENAIVE y el acompañamiento de Organismos del Estado como el Banco Central del Paraguay, BCP, el Ministerio de Industria y Comercio, MIC y el Ministerio de Relaciones Exteriores, MRE.

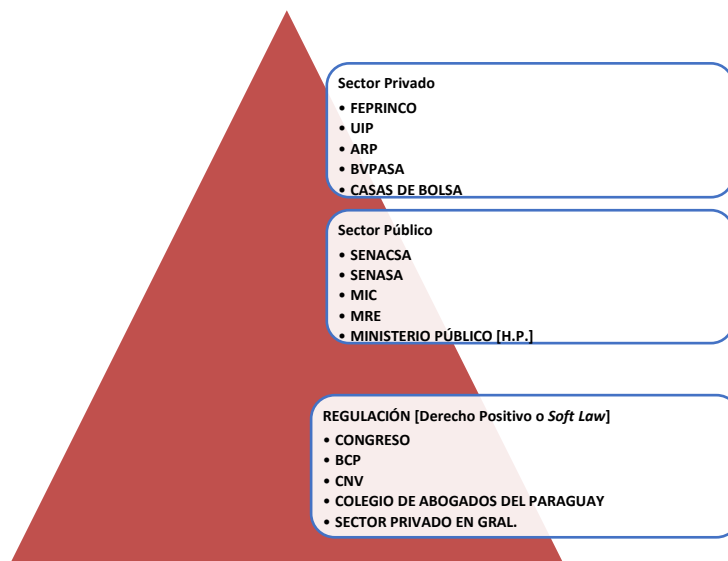
En cuarto lugar y el más importante: es menester una adecuada regulación nacional sobre estos instrumentos normativos, ya sea en forma de ley dictada por el Congreso, ya sea en forma de normas de inferior jerarquía reguladas por la CNV o incluso en forma de *soft law* adecuada al mercado paraguayo.

En quinto y penúltimo, es necesaria una correcta coordinación a nivel regional sobre el impacto de estos instrumentos financieros y su comercialización en los países de la región. En este sentido, el papel del MERCOSUR, en tanto que Mercado Común, es preponderante.

En sexto y último lugar, es menester un adecuado control e investigación de cualquier hecho punible o indicio de hecho punible que utilice a los *commodities* o a sus derivados financieros como vehículo, principalmente de parte del Ministerio Público.

### Figura 3

Recomendaciones. Acción coordinadora del sector público y sector privado.



### Referencias

5días, D. (29 de Enero de 2020). *El sector agrícola sigue siendo estratégico para crecimiento del país*. Recuperado de: <https://www.5días.com.py/archivo/el-sector-agricola-siguiendo-estrategico-para-crecimiento-del-pais>. Fecha de última revisión: octubre de 2020.



- 5días, D. (29 de Enero de 2020). *El sector agrícola sigue siendo estratégico para crecimiento del país*. Recuperado de: <https://www.5dias.com.py/archivo/el-sector-agricola-siguiendo-estrategico-para-crecimiento-del-pais>. Fecha de última revisión: octubre de 2020.
- Paraguay, B. G. (2020). *Página Web oficial del Banco GNB Paraguay*. (Zav. Group) Recuperado de: [https://www.bancognb.com.py/inicio/gnb\\_ganadera/banca\\_ganadera](https://www.bancognb.com.py/inicio/gnb_ganadera/banca_ganadera). Fecha de última revisión: octubre de 2020.
- Santos, J. (16 de Marzo de 2008). *EH.net Encyclopedia. A History of Futures Trading in the United States*. Recuperado de: <https://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>. Fecha de última revisión: octubre de 2020.
- McLaney, E. (2009). *Business Finance. Theory and Practice*. (F. Times, Ed.) Londres, Reino Unido: Pearson Education Ltd.
- Hull, J. (1993). *Options, Futures, and Other Derivative Securities*. Englewood Cliffs, New Jersey, Estados Unidos: Prentice-Hall, Inc.
- ROFEX, G. (2018). *Informe de sustentabilidad 2018*. Rosario: Grupo ROFEX.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. New York, Estados Unidos: Mc Graw-Hill.
- Investopedia. (30 de Abril de 2019). *Investopedia.com*. Obtenido de Trading Skills & Essentials: Recuperado de: <https://www.investopedia.com/terms/a/arbitrageur.asp>. Fecha de última revisión: octubre 2020.
- Investopedia. (3 de Febrero de 2020). *Investopedia.com*. Forward Contract Definition: <https://www.investopedia.com/terms/f/forwardcontract.asp#:~:text=A%20forward%20contract%20is%20a%20customizeable%20derivative%20contract%20between%20two,price%20on%20a%20future%20date.&text=and%20delivery%20date>. Forward%20contracts%20do%20not%20trade%20. Fecha de última revisión: noviembre de 2020.
- Moreno, J. e. (2011). *Contratos*. Asunción, Paraguay: Intercontinental.
- Peroni, F. (s.f.). *Corte Suprema de Justicia de la República del Paraguay*. Monografías de Juristas Nacionales - Civil y Comercial: <https://www.pj.gov.py/ebook/nac-civil-comercial.php>. Fecha de última revisión: noviembre de 2020.



Springer. (17 de Mayo de 2016). *Springer Link*. Recuperado de Encyclopedia of Adolescence: [https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-319-32132-5\\_790-1](https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-319-32132-5_790-1).

Fecha de última revisión: enero de 2021.

Sandel, M. (2013). *What Money Can't Buy. The Moral Limits of Markets*. Londres: Penguin Books.

UN. (s.f.). *UN WATER*. Human Rights to Water and Sanitation: <https://www.unwater.org/water-facts/human-rights/>. Fecha de última revisión: enero de 2021.

AQUAE. (s.f.). *Web oficial de AQUAE Fundación*. Recuperado de Acuífero Guaraní, una reserva de agua dulce colosal: <https://www.fundacionaquae.org/acuifero-guarani/>.

Fecha de última revisión: enero de 2021.

Código Civil paraguayo. Artículos 269, 669, 670, 673, 695.

Código de Vélez Sarsfield. Artículo 1143.

Anteproyecto de Luis De Gásperi. Artículos 1013, 1014.