



ZUNZUNEGUIABOGADOS  
SECURITIES LAWYERS



SEMINARIO  
**SWAPS**  
estrategias judiciales **7**  
CÓRDOBA, 7 de octubre de 2011

*Derivatives are “financial weapons of mass destruction” and they are “potentially lethal” to the economic system*  
*Warren Buffett FT March 3, 2003*

# SWAPS: ASPECTOS CONTRACTUALES

*Prof. Dr. Fernando Zunzunegui*  
*Universidad Carlos III, Abogado*



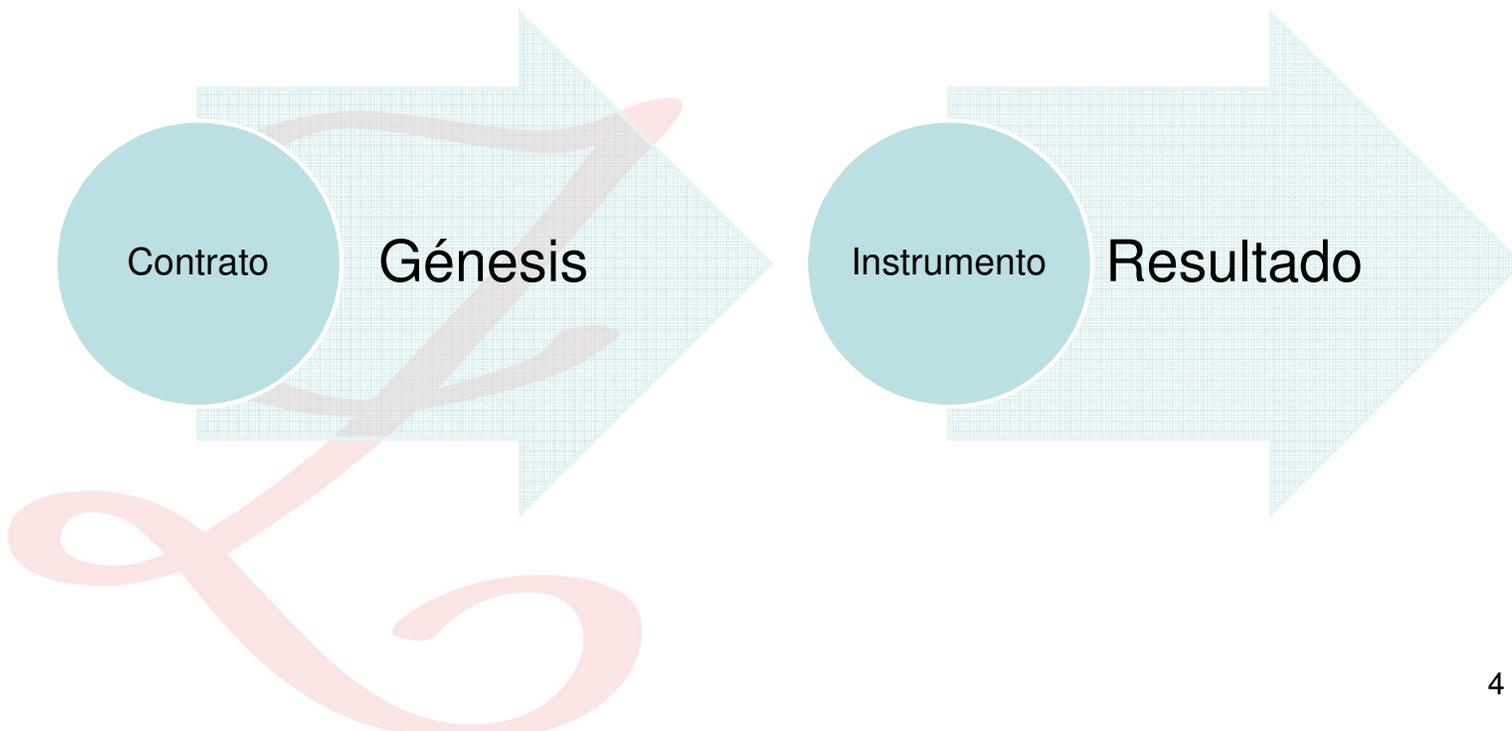
# Temas a tratar

- Caracterización de los Swaps
- Relación contractual
- Régimen jurídico
- La reacción
- Conclusiones

# Caracterización de los Swaps

- Los swaps son contratos diferenciales sobre la evolución de unos tipos de referencia (interés o inflación), elaboración intelectual con relevancia jurídica
- Pero al mismo tiempo son productos (instrumentos financieros), objeto de la prestación de un servicio de inversión

# Caracterización de los Swaps



# Caracterización de los Swaps

- Con **asimetría informativa** más elevada que en otros instrumentos financieros, por:
  - Complejidad
  - Ilíquidez: carecen de mercado
  - Falta de transparencia



Presupone la  
confianza en  
el  
intermediario

vulnerabilidad  
del cliente

# Caracterización de los Swaps

- Es un contrato autónomo
- No un contrato accesorio que siga la suerte del préstamo al que sirve de cobertura
- Es un contrato independiente que se abstrae del contrato que está en su origen
- Con una abstracción pura, que va más allá de la oponibilidad de excepciones (como en los títulos-valores o las garantías autónomas)

# Caracterización de los Swaps

## Forma

- Contrato Marco
  - La adopción de modelos extranjeros (ISDA), en los que se han descuidado las cuestiones formales: CMOF (pese a los dictámenes )
- Operaciones singulares
  - Confirmaciones
  - Naturaleza: ¿actos de ejecución o contratos?

# Caracterización de los Swaps

## Riesgos (jerga financiera)

- De crédito: de quiebra de la contraparte
- De liquidez: no se puede negociar
- Sistémico: afecta a la estabilidad del mercado
- Operativo: de que no se pueda hacer efectivo
- Legal: riesgo de nulidad

# Caracterización de los Swaps

## Riesgos (para el cliente)

- De fraude: cuando el producto no cumple una función ni de cobertura ni de especulación (en caso de alzas el swap se desactiva)
- De mal asesoramiento y deslealtad: me venden como cobertura un producto especulativo
- De pérdidas (de grandes sumas de dinero)
  - ¿rentabilidad negativa? ¿costes?
- De independencia: que el swap se mantenga aunque se cancele el crédito
- De cancelación anticipada: a un precio fijado por el Banco

# Caracterización de los Swaps

- Su evolución ha superado a la cultura jurídica
- Son contratos de alto riesgo (jurídico)
- De origen anglosajón sus cláusulas contrastan con el Derecho continental

# Caracterización de los Swaps

## ¿Es una apuesta?

- A la que se aplique el art. 1801 Código civil
- Falta en Derecho español la excepción de juego
- Expresa en otros ordenamientos:
  - Italia: Art. 23.5 TUF
  - Francia: art. L. 211-35 Code Monétaire et Financier
  - UK: section 412 FSMA
  - Alemania: parr. 50, 53 y 58 Börsengesetz

### Artículo 1801.

El que pierde en un juego o apuesta de los no prohibidos queda obligado civilmente. La Autoridad judicial puede, sin embargo, no estimar la demanda cuando la cantidad que se cruzó en el juego o en la apuesta sea excesiva, o reducir la obligación en lo que excediere de los usos de un buen padre de familia.

# Relación contractual

¿Qué relación jurídica existe entre el banco y el cliente?

**Vendedor**  
Causa de cambio

**Comisionista**  
Causa gestoria

Cooperador profesional

*Caveat emptor*

Facilita el acceso al mercado

Intereses contrapuestos

Actúa en interés del cliente

# Relación contractual

- Servicio de inversión consistente en al negociación por cuenta propia.
  - El banco es un intermediario que presta un servicio de acceso al mercado financiero, facilitando al cliente la contratación de un swap
  - En la prestación del servicio, el intermediario actuando por cuenta y en interés del cliente, proporciona la contrapartida

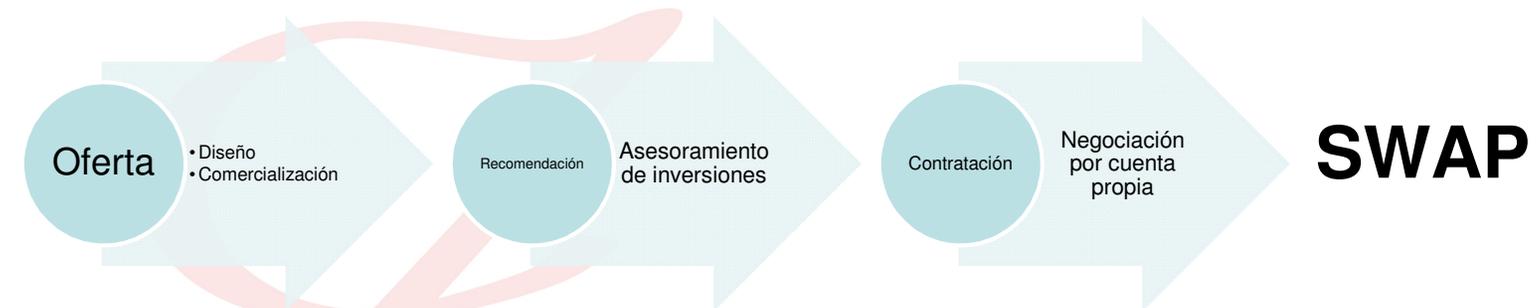
# Relación contractual

- Existencia de asesoramiento
  - Se presupone en la contratación de derivados OTC
  - Especificidad del objeto: derivados a medida
  - Oferta personalizada: adecuada para el cliente

# Relación contractual

## ¿Qué servicios presta el banco al cliente?

La cronología es importante



# Relación contractual

## Reestructuración

- Aumenta complejidad
- Aumenta el agravio
- Alargamiento de vencimientos
- Efecto cascada: exposición financiera progresivamente insostenible

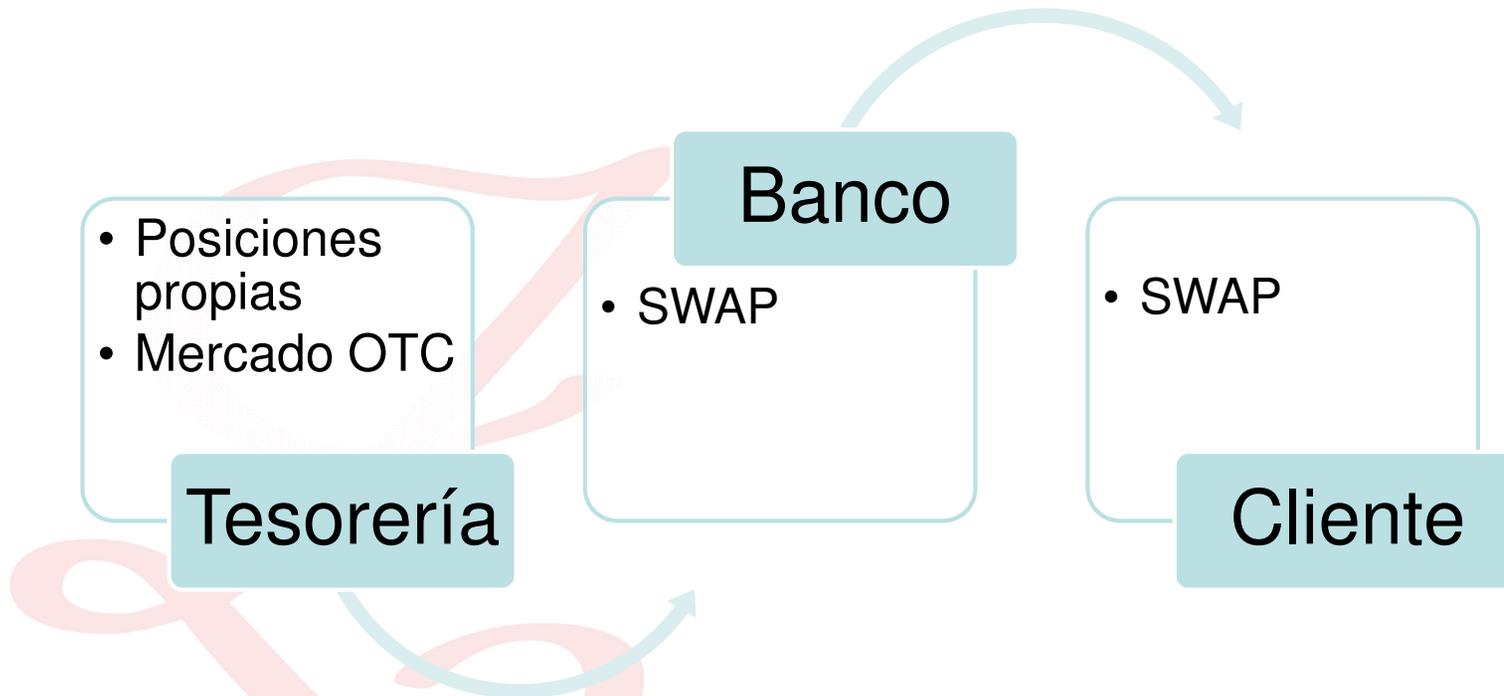
# Relación contractual

## Servicio auxiliar

- La reestructuración, asumiendo el nuevo swap la pérdida del primero, tiene la naturaleza de servicio auxiliar: de concesión de crédito para poder realizar una operación sobre un instrumento financiero, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito (art. 63.2.b LMV)

# Relación contractual

## Proceso de colocación

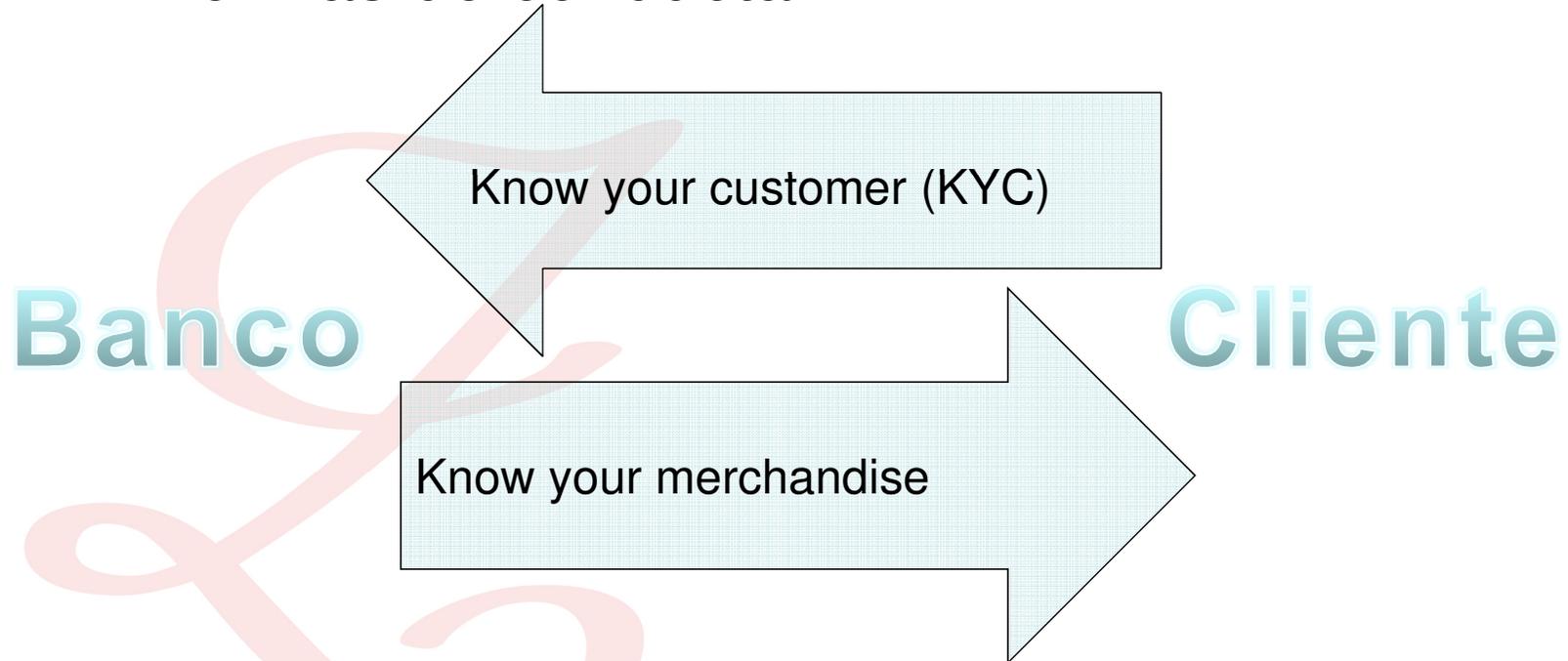


# Régimen jurídico

- LMV
  - Prestación de servicios de inversión (de asesoramiento y negociación por cuenta propia) sobre instrumentos financieros (Swaps) sometidos a la LMV
- Subsidiariamente el Derecho común

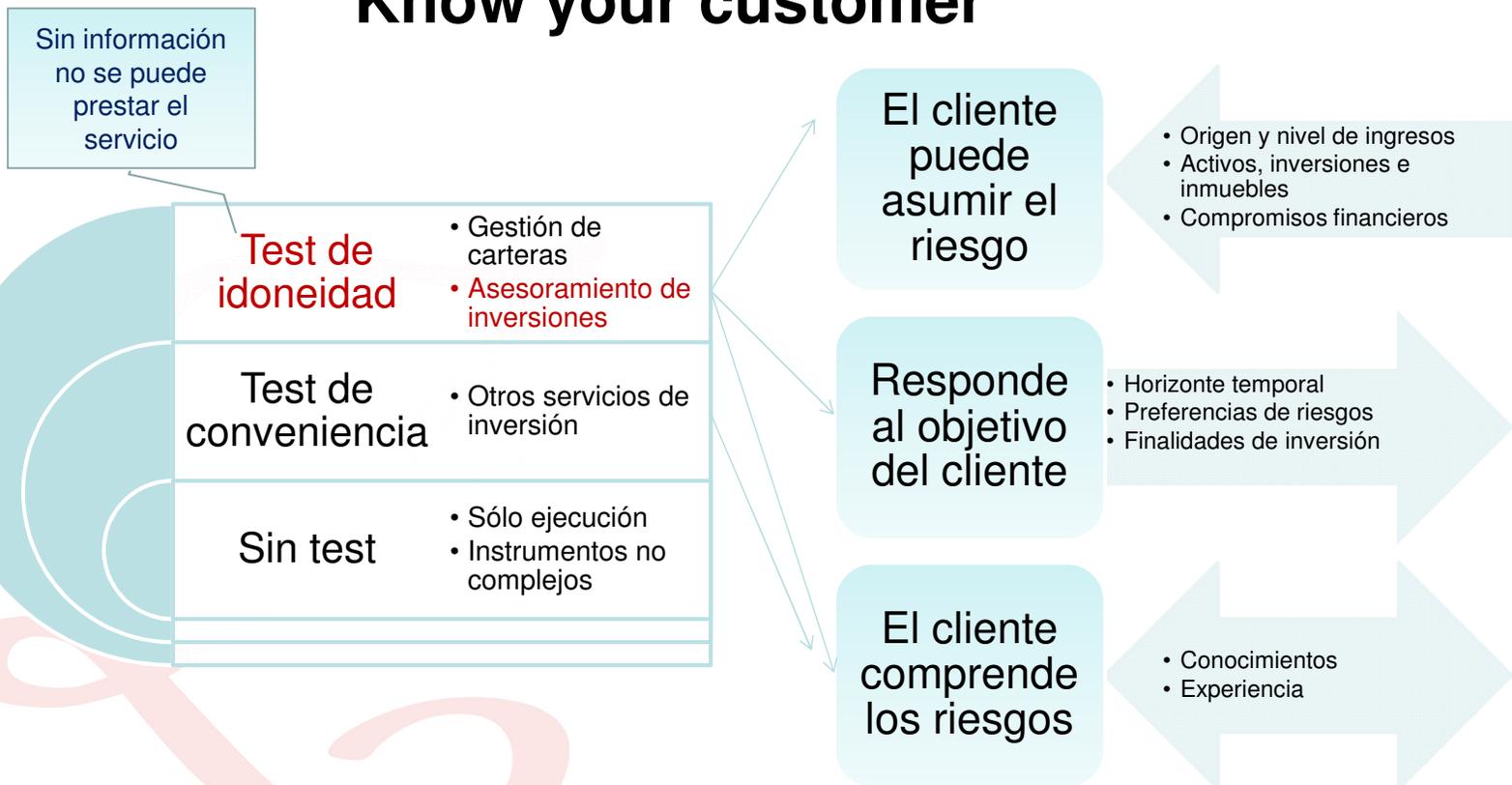
# Régimen jurídico

- Normas de conducta



# Régimen jurídico

## Know your customer



# Régimen jurídico

## Know your merchandise

El banco debe informar sobre:

- los instrumentos financieros
- los centros de ejecución de órdenes
- sobre los gastos y costes asociados

que permita al cliente comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo tomar decisiones con conocimiento de causa.

# Régimen jurídico

## Información sobre las previsiones

- “ostentando el Banco su propio interés en el contrato, la elección de los tipos de interés aplicables a uno y otro contratante, los períodos de cálculo, las escalas del tipo para cada período configurando el rango aplicable, el referencial variable y el tipo fijo, no puede ser caprichosa, sino que obedece a un previo estudio de mercado y de las previsiones de fluctuación del interés variable (Euribor), y estas previsiones, ese conocimiento previo del mercado que sirve a una prognosis más o menos fiable de futuro, configura el riesgo propio de la operación, y está en directa conexión con la nota de aleatoriedad de este tipo de contratos, y dicha información debe ponerse a disposición del cliente antes de contratar”

*Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias,  
Sección 5ª, de 27 de enero de 2.010*

Configuran el  
riesgo de la  
operación

Deben ponerse  
a disposición  
del cliente

# Régimen jurídico

## Carga de la prueba

Le corresponde al banco: “siendo la parte que ofrece el producto, integrándose en esa oferta, la información pertinente que haga comprensible a la otra parte contratante la realidad del producto ofrecido, para poder emitir un consentimiento formado correctamente, sino también por el principio de disponibilidad y facilidad probatoria- *ex art. 217-7 LEC* - del cumplimiento efectivo de una información adecuada, la que debe producirse con mayor intensidad en el sistema y operaciones bancarias, a cuyas condiciones el consumidor solo puede adherirse al contenido contractual ofrecido”  
SAP, Civil sección 1 del 27 de Julio del 2011

Obligación de informar

Facilidad probatoria

Contrato de adhesión

# Régimen jurídico

## Caracterización de las normas de conducta

Son **normas jurídicas**

Refuerzan la moral de los negocios

Son normas **imperativas**

Son normas **de Derecho público**

Su incumplimiento constituye una infracción administrativa

Refuerzan las obligaciones de lealtad y diligencia del comisionista

# Régimen jurídico

- ¿Tienen efectos de Derecho privado?
  - Sirven para llenar de contenido la “buena fe” contractual y la diligencia y lealtad que deben mantener las empresas en el mercado (v. art. 57 Ccom).
  - Como comisionistas deben “observar lo establecido en las Leyes y Reglamentos respecto a la negociación que se le hubiere confiado” (v. art. 259 Ccom).

# Régimen jurídico

## ¿A quién protegen?

Se establecen categorías de clientes

- Minoristas
- Profesionales
- Contrapartes Elegibles

Con el fin de proteger especialmente a los minoristas

- Negociación por cuenta propia
- Asesoramiento

Atendiendo al servicio prestado

- Muy elevada en los swaps

Y a la complejidad del producto

# Régimen jurídico

Principios de conducta	<p>LMV</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diligencia y transparencia (<a href="#">art. 79</a>)</li> <li>• Obligaciones de Información (<a href="#">art. 79 bis</a>)</li> <li>• Contrato marco (<a href="#">art. 79 ter</a>)</li> <li>• Mejor ejecución (<a href="#">art. 79 sexies</a>)</li> </ul>
Códigos de conducta	<p>Aprobados por el Gobierno</p> <p>RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión</p>
RIC	<p>Aprobados por los bancos</p> <p>Ej.: Manual de Procedimientos de comercialización</p>

Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando sus intereses como si fueran propios

# La reacción

¿Son suficientes estas normas para proteger a los clientes minoristas frente a la colocación de swaps?

# La reacción

- En España:
  - Informe del Banco de España
  - Nota conjunta CNMV/BdE (**remisión**); denunciada ante ESMA
  - CNMV bajo el estandarte de la educación financiera
  - [Proyecto de Orden EHA/.../2011](#), de transparencia y protección del cliente de servicios financieros.

# La reacción

- En otros países



- [UK](#): Product Intervention



- [Bélgica](#): Moratoria + consulta



- Italia: Comunicación productos ilíquidos



- [Portugal](#): regulación productos financieros complejos



- [Alemania](#): ley de protección al inversor (nuevo documento de información financiera)



Plantean la posibilidad de la prohibición

# Conclusiones

- Los swaps son instrumentos financieros fruto de la evolución del mercado
- Han proliferado de forma incontrolada
- No son ni malos ni buenos
- Son peligrosos, de comprensión difícil (complejos) y de difícil seguimiento
- Puede ser mal vendidos: en actuaciones oportunistas de algunos bancos

# Conclusiones

- El modelo de la relación banco-cliente ha mutado: el centro de gravedad pasa del producto comercializado al servicio prestado al cliente.
- Frente a otros supervisores financieros, BdE/CNMV se inclinan por excluir los swaps de la aplicación de las normas de conducta del mercado de valores
- El Gobierno respalda esta opción según proyecto de Orden de transparencia financiera

# Nota bibliográfica

- Gaudemet , Antoine: *Les dérivés*, volumen 22 de Recherches juridiques, Economica, 2010.
- Girino, Emilio: *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011
- Maffeis, Daniele: *I contratti dell'intermediazione finanziaria* , Giappichelli, Torino, 2011.





ZUNZUNEGUIABOGADOS  
SECURITIES LAWYERS



SEMINARIO  
**SWAPS**  
estrategias judiciales **7**  
CÓRDOBA. 7 de octubre de 2011

## SWAPS: ASPECTOS CONTRACTUALES

*Prof. Dr. Fernando Zunzunegui*  
*Universidad Carlos III, Abogado*

C/ Jorge Juan 30, 3.º A  
28001 Madrid

Tel.: +34 917814062

Fax: +34 917814064

[despacho@zunzunegui.net](mailto:despacho@zunzunegui.net)



# Muchas gracias por su atención