

# TRIBUTACION DE LOS MERCADOS DE FUTUROS FINANCIEROS

Alberto GONZALEZ DEL RIO

## I. INTRODUCCION

Las relaciones económicas en nuestros días han alcanzado un notable grado de complejidad que origina un elevado nivel de incertidumbre.

Basta volver la mirada hacia atrás para observar un panorama mucho más sencillo, en donde se daban una serie de factores que contribuían a dotar al sistema financiero en su conjunto de un alto grado de seguridad y continuidad. Estos factores, fundamentalmente, consistían en un sistema de paridades fijas de las distintas divisas, que evitaba grandes oscilaciones de los mercados; unos tipos de interés notablemente estables, que ayudaban a realizar las inversiones proyectadas con un alto grado de seguridad, y un sistema financiero, que tenía a las instituciones bancarias como columna vertebral.

Este panorama, que estuvo vigente hasta la década de los setenta, se transforma de forma radical debido, fundamentalmente, a dos acontecimientos: el acuerdo de Bretton Woods, que acaba con el sistema de paridades fijas en las cotizaciones de las divisas, y la crisis del petróleo, que provoca un auténtico cataclismo en la balanza de pagos de los países industrializados.

Este nuevo entorno genera un elevado nivel de incertidumbre, que tiene como consecuencia natural la aparición de una enorme variedad de instrumentos cuya finalidad es la transferencia de ese riesgo, que aparece concretado básicamente en la alta volatilidad de las divisas y de los tipos de interés, a otros agentes económicos que están en disposición de gestionarlo, constituyéndose en auténticos profesionales de esta actividad.

Como consecuencia de estos acontecimientos, tiene lugar un acusado proceso de desregulación o desintermediación en la actividad financiera, que

se traduce en la pérdida del papel central de las instituciones bancarias como suministradores de financiación a los agentes económicos para pasar a realizar un papel distinto, actuando, cada vez más, como mero intermediario entre las partes, sin responder del buen fin de las operaciones y obteniendo la retribución a sus servicios mediante comisiones.

Este proceso de desregulación provoca la aparición de una pléyade de instrumentos financieros, cuyo protagonismo va pasando de unos a otros en base al sometimiento de unos a restricciones o regulaciones más estrictas, por parte de las autoridades monetarias, en relación con otros.

En efecto, los mercados generan constantemente nuevos instrumentos financieros que configuran una intrincada maraña de nombres. Como ejemplos podemos citar: Los PICN (*property income certificates*), los FRN (*floating rates notes*), los UPC (*universal commercial paper*), los NIF (*Note issuance facility*), RUF (*revolving underwriting facility*), *swaps*, futuros, opciones, etcétera.

El proceso de innovación en el mercado financiero es tan grande que un instrumento financiero se queda rápidamente obsoleto porque surgen otros que superan constantemente a los anteriores.

Centrándonos en el instrumento financiero objeto de este trabajo —esto es, el contrato de futuros—, y antes de abordar su concepto, características y finalidad, hay que recordar, siquiera brevemente, su historia.

## II. HISTORIA DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

Los contratos de futuros se remontan en el tiempo, teniendo su origen, fundamentalmente, para productos agrícolas y metales, como consecuen-

cia de las fluctuaciones de precios experimentadas por estos productos y buscando, mediante contratos, la oportuna cobertura ante estas oscilaciones.

El primer mercado organizado de futuros lo encontramos en el siglo XVII en Japón, y estaba basado fundamentalmente en el arroz.

Pero es, sin duda, la Bolsa de Chicago, en 1851, la que da el primer aldabonazo en la evolución de dichos mercados. En un principio, el producto objeto del contrato era el grano, para continuar a renglón seguido con otra gama de productos; por ejemplo, en 1970 se instaura un futuro sobre el algodón, y así sucesivamente con una gran variedad de productos, pero con el denominador común de que los contratos de futuros, en un primer estadio, siempre están basados en primeras materias.

La evolución del propio mercado, la experiencia adquirida por los operadores, las ventajas indudables que reportaban estos contratos en cuanto a la realización de la cobertura adecuada, y sobre todo, el cambio radical producido en la escena económica como consecuencia de los acontecimientos comentados en epígrafes anteriores, determinan la aparición en 1972, en Estados Unidos, del primer mercado de futuros financieros en la ciudad de Chicago, denominado International Monetary Market. Con posterioridad, estos mercados van implantándose en otros lugares del mundo; llegan a Europa en 1982, siendo Londres la primera ciudad europea en donde se crea un mercado de futuros financieros, el LIFE; más tarde París, con el MATIF, y actualmente en España ha comenzado a funcionar otro mercado de futuros financieros —el MEFF de Barcelona—, al cual nos referiremos con más extensión más adelante. Desde luego, parece que el proceso no se detiene, y está prevista la apertura de nuevos mercados en otras ciudades europeas.

En definitiva, la historia de los futuros corre pareja con la complejidad y sofisticación que ha ido alcanzando progresivamente la actividad económica.

### III. CONCEPTO

---

El contrato de futuros es aquél por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato.

Las características más importantes de los contratos de futuros son las siguientes:

Se trata de un contrato normalizado; esto es, se encuentra absolutamente reglado el instrumento financiero contratado, las garantías a prestar y todas las condiciones del contrato son *standard*, sin posibilidad de que los contratos introduzcan ninguna cláusula particular.

Se cotiza en un mercado organizado, fijando precios diariamente y haciendo posible al máximo la liquidez del contrato.

Existe una cámara de compensación encargada de casar todas las operaciones, que realiza además liquidaciones diarias, fruto de las variaciones en la cotización, y que se convierte en el garante máximo del sistema subrogándose en la posición de los contratantes y salvaguardando el buen fin de las operaciones.

El acceso a esta Bolsa se realiza a través de un miembro del mercado con capacidad para contratar en él, de forma que el particular interesado en suscribir un contrato de futuros se dirigirá a un miembro del mercado para que éste contrate la posición por cuenta de aquél.

Se establece un sistema de garantías, de forma que en el momento inicial es obligatoria la constitución de un depósito al objeto de dotar de seguridad a la operación. Este depósito, que suele oscilar entre un 3 por 100 y un 10 por 100 del principal del contrato, permitirá actuar de colchón en caso de pérdidas, de forma que cuando el depósito no cubra las pérdidas existentes hasta ese momento en una posición abierta, el miembro del mercado instará a su cliente a que amplíe el depósito, cancelando en caso contrario la posición.

Los operadores en este mercado actúan como meros intermediarios, devengando por sus servicios una comisión que no suele ser muy elevada, al objeto de no encarecer en demasía el costo de la operación.

En los mercados de futuros financieros más sofisticados se realiza la contratación de un modo informatizado, sin una ubicación física del mercado, a través de terminales que sustituyen al sistema anterior de corros.

### IV. FINALIDAD DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

---

Los contratos de futuros surgen, como se exponía en los primeros párrafos, con intención de ofrecer una determinada cobertura a aquellos agentes económicos que no querían o no podían asumir el riesgo de la operación principal.

Ahora bien, a pesar de ser ésa la razón de ser de los mercados de futuros, lo cierto es que rápidamente aparecieron en este mercado los especuladores, que no acudían a él con la finalidad de cubrirse de ningún riesgo, sino con el objeto de, a través de su conocimiento del mercado, beneficiarse de la situación.

La contratación de futuros obedece, en consecuencia, a tres finalidades:

a) *De cobertura.* Mediante la adquisición del futuro, se logra reducir o atenuar el riesgo derivado de la operación principal.

b) *Especulativa.* Cuando no se busca ninguna cobertura, sino, al contrario, el contratante se expone a la aleatoriedad derivada del propio contrato de futuros. El especulador realiza un pronóstico de la evolución de los precios en el mercado de contado y actúa en consecuencia.

c) *De arbitraje.* Se intenta la obtención de un beneficio aprovechando las ineficiencias existentes en el mercado, ya sea en relación a los precios existentes en el mercado de futuros, ya sea entre los precios del mercado de futuros y el de contado.

Las operaciones de arbitraje tienen una importancia indudable dentro del contexto del mercado, por cuanto, al explotar sus ineficiencias, automáticamente hacen que éstas disminuyan, acercándose los precios divergentes que provocaban esas situaciones anómalas.

De las tres finalidades enunciadas, es importante señalar la dificultad de conceptualizar una operación de cobertura, porque, como se verá con más atención en el epígrafe destinado a la fiscalidad de estos instrumentos financieros, la frontera entre una operación especulativa y otra de cobertura es harto difusa en muchas ocasiones.

Por otra parte, la existencia de posiciones especulativas resulta de todo punto esencial para el correcto funcionamiento del mercado, pues aquéllas aportan liquidez a éste. Al margen de ello, el mercado de futuros hace posible un elevado grado de apalancamiento, ya que, de hecho, permite la inversión de fuertes sumas de dinero desembolsando un porcentaje mínimo.

## V. TIPOS DE MERCADOS DE FUTUROS

Como primera distinción básica en cuanto a la tipología de los mercados de futuros, en función del instrumento negociado, se ha de establecer la diferenciación entre mercados de futuros de materias primas y mercados de futuros financieros.

### 1. Mercados de futuros de materias primas

Estos mercados son los pioneros en el ámbito de los futuros, como ya se constató anteriormente, caracterizándose porque el instrumento objeto del contrato son las materias primas.

Cumplen una función vital, por cuanto comportan la posibilidad de ofrecer cobertura en una serie de productos que, por su estacionalidad o su demanda, están sometidos a importantes variaciones en los precios.

De todos modos, aun reconociendo el peso específico de los mercados de futuros sobre materias primas, el objeto de este trabajo es fundamentalmente el análisis de los mercados de futuros financieros, y en el estudio de éstos vamos a centrarnos a continuación.

### 2. Mercados de futuros financieros

Incardinados en estos mercados, podemos distinguir, a su vez, tres clases de futuros financieros: sobre divisas, sobre tipos de interés y sobre índices.

#### 2.1. Futuros sobre divisas

Surgen, fundamentalmente, como consecuencia de dos fenómenos. Por una parte, la inestabilidad en las cotizaciones de las distintas divisas, que exponían a un gran riesgo a los agentes económicos que las utilizaban en sus relaciones comerciales; por otra parte, el gran auge experimentado por las relaciones económicas a nivel internacional, que ha propiciado el uso intensivo de las divisas.

En 1972, el IMM (International Monetary Market) de Chicago introduce en el mercado un contrato de futuros sobre divisas que alcanza un notable éxito rápidamente, a pesar de la existencia de un mercado a plazo que venía funcionando con un elevado volumen de transacciones.

La aparición del contrato de futuros presenta importantes ventajas frente a las tradicionales operaciones a plazo, que se pueden concretar en los siguientes puntos:

- Normalización de las operaciones frente a las operaciones individualizadas a plazo.
- Fijación de los precios a través de un mercado organizado en los futuros sobre divisas, frente a las operaciones a plazo, en donde el precio surge como fruto de la negociación de las partes.
- Cotizaciones diarias, que permiten dotar de liquidez las posiciones tomadas en el mercado de

futuros, en contraposición con las operaciones a plazo con una liquidez exigua.

- Existencia de una cámara de compensación que se interpone entre ambos contratantes y que contribuye a aportar seguridad al sistema. En las operaciones a plazo, el riesgo de insolvencia lo asume cada contratante.

- La liquidación al vencimiento del contrato en el futuro sobre divisas se realiza por entrega de éstas, o bien efectuando una liquidación por diferencias; en las operaciones a plazo suele producirse la entrega.

Por otra parte, los bajos costes de los contratos de futuros han sido también un factor importante de su desarrollo.

Las posibles situaciones a las que puede otorgar cobertura el contrato de futuros son múltiples, y se derivan de cualquier obligación de pago en divisas, de origen comercial o financiero, que se satisfaga en un futuro, o de un ingreso que se genere por idénticas razones.

## 2.2. Futuros sobre índices

Los futuros sobre índices constituyen el instrumento más innovador en este campo, eliminando, por primera vez en los futuros, la referencia a la existencia física del activo a entregar. A través de estos futuros, se negocia un determinado índice, lo que implicaría teóricamente que se estaría negociando la posibilidad de transmitir a plazo una cartera de valores que estuviese integrada exactamente por los mismos valores, con la misma ponderación que la existente en la confección del índice objeto del contrato. Evidentemente, se trata de una construcción puramente teórica, pues en ningún caso se produce la entrega de esa hipotética cartera ni de valores similares, teniendo efecto siempre la liquidación del contrato por diferencias.

Los futuros sobre índices presentan notables ventajas a la hora de prestar cobertura a inversores institucionales o privados con importantes carteras, siendo tanto más efectiva la cobertura cuanto más se asemeje la cartera cubierta a la del índice bursátil.

## 2.3. Futuros financieros de tipo de interés

Los futuros financieros de tipo de interés constituyen un caso particular de mercado de futuros, en donde el instrumento que se negocia es un activo financiero con tipo de interés.

Los futuros financieros sobre tipos de interés nacen a mediados de la década de los setenta, obteniendo un desarrollo espectacular en la década de los ochenta.

Se dice que el comprador de los futuros de tipos de interés lo que hace, en realidad, es vender el tipo de interés. Esta paradoja se produce debido a que precio y rentabilidad del activo se mueven en sentido inverso, de forma que un agente económico, cuyas expectativas de evolución del tipo de interés sean bajistas, lo que hará será comprar futuros, dado que el precio de éstos aumentará al vencimiento del contrato. Evidentemente, si se tienen expectativas alcistas en cuanto a la evolución de los tipos de interés, se actuará en sentido inverso, es decir, vendiendo contratos de futuros.

El precio en un contrato de futuros sobre tipo de interés se calcula sobre una base 100 minorada sobre el tipo de interés que se anticipa para el período cubierto por el contrato.

El contrato de futuros puede ser utilizado fundamentalmente con dos finalidades: la de cobertura y la especulativa.

Dentro de la primera, existen numerosas situaciones en las que este tipo de contrato contribuye a eliminar o reducir el riesgo soportado por el contratante como consecuencia de la sensibilidad de su estructura financiera a las variaciones de los tipos de interés.

La cobertura, por tanto, puede afectar:

- al valor de sus activos;
- a la rentabilidad de sus activos;
- al coste de sus pasivos;
- a sus planes futuros de inversión o financiación.

Dentro de estas situaciones, existe una amplísima casuística que se abordará con más detalle en el epígrafe destinado a la fiscalidad de estos instrumentos.

Los mercados de futuros se han venido denominando mercados de papel, porque la finalidad común de las partes no es la entrega del activo al vencimiento del contrato, sino que en un 95 por 100 de las ocasiones se cierra la posición de forma anticipada, realizándose la liquidación por diferencias.

Existen, como señala Ramón Adell (1), otros instrumentos semejantes a los futuros financieros, como los contratos a plazo, las opciones y los convenios sobre tipo de interés (FRA: *forward rate agreements*). Las diferencias entre los contratos de futuros y esta clase de instrumentos, de forma sintética, son:

- Los contratos a plazo son operaciones individualizadas, en donde las partes pactan las condiciones que creen convenientes, no existe garantía sobre el buen fin de la operación ni hay liquidaciones diarias de diferencias, y se produce la entrega del activo al vencimiento del contrato.

- Las opciones otorgan a su tenedor el derecho, pero no la obligación, de adquirir o vender un activo en una fecha o durante un período determinado. Sin extendernos en más consideraciones acerca de las opciones, por constituir un capítulo independiente de esta obra, sí es básico señalar que la diferencia fundamental de las opciones con respecto a los futuros es que mientras en estos últimos los derechos y obligaciones de las dos partes son simétricas (lo que supone que lo que gana una parte lo pierda la otra en la misma cuantía), el adquirente de la opción la ejercerá en el caso de que obtenga beneficios por ser su precio de ejercicio inferior al del mercado de contado, y, sin embargo, si se da la situación inversa —es decir, el precio de ejercicio es superior al precio del activo en el mercado de contado— sus pérdidas se verán limitadas a la cantidad satisfecha por la prima para la adquisición de la opción, mientras que el emisor de la opción deberá hacer frente a la entrega del activo o a la liquidación por diferencias, a voluntad del tenedor de la opción.

- Los convenios sobre tipos de interés futuros (FRA) son una modalidad de contratos a plazo que consisten en operaciones individualizadas, en donde las partes pactan las condiciones con entera libertad, no existen liquidaciones diarias de diferencias como en los contratos de futuros, y las comisiones cobradas por la entidad financiera, que normalmente actúa de intermediario, suelen ser altas.

A lo largo de estas páginas se ha intentado ofrecer una visión esquemática de los contratos de futuros, especialmente de los financieros, pero estimamos interesante no concluir este apartado sin hacer una breve referencia al mercado de futuros financieros inaugurado en nuestro país en el año en curso.

### **3. Mercado de futuros financieros de tipos de interés en España**

La resolución de 21 de marzo de 1989, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, sobre operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre deuda del Estado anotada sienta las bases para la existencia de mercados de futuros y opciones sobre deuda del Estado.

Al amparo de la norma anterior, ha comenzado a funcionar, a primeros de año, en Barcelona, el primer mercado de futuros financieros en nuestro país. Las características fundamentales de este mercado son las siguientes:

- El contrato que se negocia en este mercado es la compraventa aplazada simple de un bono notional, teóricamente emitido a la par el día del vencimiento del contrato de compraventa amortizable a los tres años, con un nominal de 10 millones, devengando un cupón anual del 10 por 100 pagadero por semestres.

- La primera cuestión a resaltar es que se trata de operaciones con un bono notional, es decir, un bono teórico, sin existencia física; por tanto, si llegado el vencimiento el vendedor optara por entregar el título, esta entrega se realizará mediante la aplicación de un factor de conversión, en la forma que se explicará más adelante, a una serie de valores existentes en el mercado.

- Para poder operar en este mercado es necesario ser miembro del mismo, por lo cual aquella persona interesada en la contratación de un futuro habrá de acudir a un miembro del mercado para que realice la operación.

- El contrato de futuros cotiza diariamente, con una oscilación máxima del 2 por 100 sobre la cotización del día anterior, excepto para la primera y la última cotización, en las cuales no existe restricción alguna.

- El engranaje esencial del mercado es la cámara de compensación, que se ocupa de reconocer las diferencias diarias en las cotizaciones de los contratos a las partes, subrogándose en los derechos y obligaciones de éstos, de forma que si alguna de las dos partes no es solvente en la operación, la cámara de compensación es garante del sistema, respondiendo del buen fin de las operaciones. El reconocimiento diario de las diferencias por parte de la cámara de compensación supone el ajuste instantáneo de las posiciones de los contratantes, de forma que sería factible la retirada de beneficios parcialmente por la parte que tiene una ganancia en la posición, ya que las diferencias se acreditan o adeudan en cuenta diariamente.

- El propio mecanismo del mercado obliga a la constitución forzosa de un depósito que asciende al 4 por 100 del nominal del bono, con la finalidad de garantizar la operación; se ha evaluado en el 4 por 100 para que cubra las diferencias negativas en la cotización durante dos días consecutivos, de forma que, ante una situación extrema de pérdida máxima en la cotización, es decir, un 2 por 100

diario, se pueda cerrar la posición al día siguiente si no se ha repuesto el depósito por el cliente, de forma que la máxima pérdida que se podría producir sería del 4 por 100 (la suma de la oscilación máxima en la cotización de dos días consecutivos), igual al depósito constituido. Realmente, este 4 por 100 es el importe a constituir por el miembro del mercado ante la cámara de compensación, pero se le faculta para que él pueda exigir un depósito superior al cliente. Por supuesto, el depósito se cancela procediendo a su devolución al cliente cuando se cierra la posición.

- La liquidación del contrato se puede producir en dos momentos:

a) Con anterioridad al vencimiento, situación que se dará en la mayoría de las ocasiones mediante la toma de una posición inversa, lo que provoca una liquidación por diferencias hasta esa misma fecha: Nótese que al producirse liquidaciones diarias de los contratos, tal y como se ha establecido en páginas anteriores, sólo restará por reconocer las diferencias producidas en el día del cierre.

b) El día del vencimiento señalado en el contrato de futuros.

Llegado el vencimiento del contrato sin que se haya cancelado por anticipado, se otorga al vendedor el derecho para que opte por realizar la entrega física del valor o la liquidación por diferencias sin entrega física del título.

La liquidación por diferencias no presenta ninguna peculiaridad especial respecto del procedimiento señalado para las liquidaciones parciales, bastando el reconocimiento de las diferencias producidas en el último día, ya que todas las de los días anteriores habrán sido reconocidas previamente, en función de las liquidaciones diarias practicadas por la cámara de compensación.

Si se opta por la entrega física, existe el problema de determinar cuál es el valor que ha de entregarse, ya que el objeto del contrato es un bono teórico sin existencia física. Para solucionar este inconveniente, la cámara de compensación elabora una lista con los valores que pueden ser entregados, y que en este caso está integrada por emisiones de bonos del Estado con un determinado plazo de vencimiento. Ahora bien, para que la entrega se produzca en términos de estricta igualdad para ambas partes, se elaborará un factor de conversión que permita actualizar el valor del título entregado, de forma que sea equivalente a la cotización del futuro el día del vencimiento del contrato.

Como un eslabón más de esta cadena, y con la

finalidad de ofertar al mercado una gama cada vez más amplia de instrumentos financieros, el MEF de Barcelona planea lanzar al mercado un nuevo producto que consiste en un contrato de futuros sobre el MIBOR (mercado interbancario de Madrid), cuyas características fundamentales serían: importe nominal del contrato de 100 millones de pesetas, vencimientos trimestrales, liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias, depósito obligatorio mínimo de 400.000 pesetas y variación mínima diaria de 2.500 pesetas.

Sin duda, el mercado español, por su reciente implantación, se encuentra en una fase de expansión y diversificación de estos instrumentos, siendo previsible, en base al éxito alcanzado en otras latitudes por estos mercados y a la importancia que en el contexto económico actual tienen las operaciones en futuros (baste pensar que en los mercados más avanzados el volumen nominal contratado en futuros es similar al del mercado de contado), augurar un notable desarrollo en nuestro país de estas figuras, por lo que se hace indispensable su mayor estudio y regulación.

## VI. FISCALIDAD DEL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS

La tributación de esta clase de instrumentos se encuentra con el principal problema de la ausencia de normas específicas en nuestro derecho tributario que aborden el problema.

En ausencia de estas normas específicas, el encuadramiento de las rentas derivadas de estos instrumentos se deberá realizar en función de las categorías generales diseñadas en nuestros impuestos personales sobre la renta, tanto de las personas físicas como jurídicas.

### 1. Calificación jurídico-tributaria de las rentas derivadas de los contratos de futuros

Se presentan, por tanto, tres opciones a la hora de calificar estas rentas:

- a) Como rendimientos de capital mobiliario.
- b) Como rendimientos de la actividad empresarial.
- c) Como incrementos o disminuciones del patrimonio.

#### a) Rendimiento del capital mobiliario

La primera de las tres opciones supone analizar

las características más relevantes de estos rendimientos y observar si las rentas provenientes de los futuros participan o no de estas características.

Los rendimientos del capital mobiliario surgen como consecuencia de la cesión previa de capitales y son la contraprestación a esa cesión.

Pues bien, no se puede afirmar que en el contrato de futuros exista esta cesión previa, por cuanto, como se puso de manifiesto en páginas anteriores, en el contrato de futuro —que consiste, en esencia, en una compraventa aplazada en donde se especifica en el momento actual tanto su precio como el plazo de realización— las partes no realizan ningún desembolso hasta el momento del vencimiento, con excepción del depósito constituido al inicio de la operación, que tendrá la consideración de una fianza.

Incluso si se liquida la posición con anterioridad al vencimiento, tampoco existe ninguna cesión previa de capitales.

La segunda cuestión a evaluar es la total aleatoriedad a que están sometidas estas rentas. Las pérdidas o ganancias de estos instrumentos se derivan de las fluctuaciones u oscilaciones en su cotización, lo cual tampoco casa muy bien con la naturaleza de los rendimientos del capital mobiliario. En los futuros preside, sin duda, la noción del riesgo, generando clarísimas incertidumbres, lo cual hace que estos instrumentos sean especialmente aptos para la especulación.

En base a los argumentos barajados, las rentas de los futuros, en nuestra opinión, difícilmente pueden encajarse dentro de los rendimientos del capital mobiliario, por lo que hay que analizar su encuadramiento en alguna de las otras dos categorías.

b) *Rendimientos de la actividad empresarial*

Los rendimientos de la actividad empresarial son aquéllos que provienen de la ordenación por cuenta propia de medios de producción y recursos humanos con la finalidad de intervenir en la producción y distribución de bienes y servicios.

Las rentas de los futuros se encuadrarán, por tanto, como rendimientos de la actividad empresarial cuando la contratación del futuro obedezca, o tenga por causa, el aseguramiento o la protección contra un riesgo eventual derivado de un elemento u operación realizada por la empresa.

La nota definitoria para considerar estas rentas como rendimientos de la actividad empresarial es que el futuro tenga una finalidad de cobertura en

el sentido antes expuesto; es decir, que elimine o reduzca el riesgo derivado de un elemento preexistente en la empresa.

El criterio expuesto aboca al examen de la cuestión primordial del planteamiento, esto es, la definición del concepto de cobertura.

No existe norma alguna en nuestro derecho que desarrolle este concepto, únicamente la Circular 16/1989, de 27 de julio, del Banco de España (2), se ocupa del mismo.

Es preciso, por tanto, examinar las normas de contabilidad e información financiera para contratos de futuros existentes a nivel internacional.

En este sentido, quizá sea la *Declaración número 80* del Financial Accounting Board (FASB-80) la norma que establece unos criterios más claros y definidos a la hora de abordar la espinosa cuestión de la cobertura.

El FASB-80 establece como regla general de contabilización e imputación de rendimientos procedentes de los futuros financieros el criterio *mark to market*, esto es, el reconocimiento día a día de las ganancias o pérdidas derivadas del futuro. Este criterio se utilizaría con absoluta generalidad con una excepción: cuando el futuro contratado se pueda calificar como futuro de cobertura.

En este último caso, los resultados derivados de los futuros se reconocerán de forma simétrica al del elemento cubierto.

La coherencia de este planteamiento es irreprochable por cuanto si el contrato de futuro tiene por objeto proteger a su contratante contra el riesgo derivado de cualquier elemento patrimonial preexistente, o incluso, como se verá más adelante, de compromisos futuros, es lógico que los beneficios o pérdidas derivados del futuro compensen a los producidos en el elemento cubierto, de forma que la cuenta de resultados refleje de alguna forma el saldo neto resultante de esta compensación.

El FASB-80 establece unos criterios definidores de la cobertura que se concretan en dos condiciones:

a) Que la partida objeto de cobertura exponga a la empresa a algún riesgo de precio (o de tipo de interés).

b) Que el contrato de futuros reduzca dicha exposición y esté definido como una cobertura.

La primera condición supone la existencia de un riesgo previo, definido como la sensibilidad que para los resultados de una empresa en uno o varios

ejercicios futuros suponen posibles cambios en los precios de mercado o rentabilidades de activos, pasivos, compromisos en firme o transacciones previstas.

La segunda condición —es decir, que se reduzca la exposición al riesgo como consecuencia de la contratación del futuro— implica que se dé una alta correlación entre las variaciones en el valor de mercado del futuro y el valor razonable de los ingresos o gastos por intereses asociados con la partida cubierta.

La cobertura ideal se dará cuando el contrato de futuro se base en el mismo activo al que pretende dar cobertura, pero ello no implica que ésta no se pueda lograr, si bien de forma más imperfecta, a través de otros instrumentos financieros con un alto grado de correlación entre las variaciones del futuro y las del elemento cubierto.

Nota importante para la consideración como futuro de cobertura es su explicitación desde el momento inicial; ello implica que a partir de su contratación se indique su finalidad, así como el elemento al que está cubriendo.

El propio FASB-80 destaca la posibilidad de cobertura de activos, pasivos y compromisos en firme, así como de transacciones previstas. Si bien normalmente se producirá la cobertura de activos y pasivos, no se puede olvidar el riesgo al que está sometida la empresa por un compromiso en firme. Mayores problemas, sin duda, plantea la cobertura sobre transacciones previstas, pues en este caso no existe la nota de obligatoriedad; no obstante, el documento comentado vincula la posibilidad de considerar a la operación como de cobertura cuando se den, además de las dos condiciones expuestas anteriormente, otras dos que se concretan en:

a) Que se identifiquen las características y condiciones más importantes de la transacción prevista. Se incluyen entre éstas: la fecha esperada y el producto o instrumento financiero de que se trate.

b) Que sea probable que se produzca la transacción prevista, considerando la frecuencia con que se han realizado en el pasado, la capacidad financiera y operativa de la empresa para realizar la transacción, etcétera.

También se indica en el FASB-80 que la empresa deberá evaluar periódicamente los resultados de un contrato designado como de cobertura para determinar si está consiguiendo la correlación adecuada. En caso contrario, deberá dejar de contabilizar el contrato de futuro como de cobertura, reconociendo la plusvalía o minusvalía en la medida en que los resultados futuros no hayan sido compen-

sados por los efectos de variaciones de precio o tipo de interés de la partida cubierta desde el comienzo de la cobertura.

Este criterio implica que la cobertura del futuro no sólo debe predicarse en el momento de su contratación, sino que ha de darse de forma efectiva a lo largo de toda la vida del contrato, de modo que la empresa tiene que analizar continuamente la evolución del futuro y constatar que sigue presntando una cobertura efectiva.

Si bien, como se ha expuesto, los criterios definidores del concepto de cobertura a nivel teórico pueden no ofrecer dificultad, sin embargo, desde un punto de vista práctico, no será fácil apreciar si un futuro está o no ofreciendo una cobertura en una determinada coyuntura. Existen multitud de situaciones en las que la correlación entre las variaciones del futuro y la del elemento cubierto no es tan elevada como *a priori* se podría pensar, dando lugar a multitud de situaciones conflictivas.

La Circular 16/1989 del Banco de España, aplicable exclusivamente a las entidades financieras, es la única norma en nuestro ordenamiento que se ha preocupado del tratamiento de los contratos de futuros.

Esta Circular está impregnada de los postulados vertidos en el FASB-80, señalando criterios similares en cuanto a la imputación de los resultados derivados de esta clase de contratos. No obstante, algunos tratadistas han aludido al olvido que se desprende de la Circular en cuanto a la consideración exclusiva, a efectos de cobertura, de los riesgos derivados de los tipos de interés, sin aludir al riesgo del precio del activo.

A pesar de esta carencia, se ha venido entendiendo que el «riesgo del tipo de interés» debía interpretarse de una forma amplia, incluyendo el riesgo del precio.

Después de este análisis del concepto de cobertura, la conclusión que se extrae es la de la dificultad existente en la práctica para la aplicación de estos criterios, por la multitud de situaciones ambiguas que se producen.

Las consideraciones realizadas anteriormente permiten encuadrar los resultados de los futuros de cobertura como rentas empresariales, por cuanto intentan limitar un riesgo preexistente o futuro dentro del ámbito de la empresa, contribuyendo a la obtención del resultado final.

Desde el punto de vista tributario, la calificación de las rentas derivadas de los futuros que cubren riesgos derivados de la actividad empresarial, en

nuestra opinión, debe ser la de rendimiento de la actividad

c) *Incrementos o disminuciones del patrimonio*

En la primera parte del artículo destacábamos la existencia de distintas finalidades en la contratación de los futuros; así, los futuros podían ser de cobertura, especulativos o de arbitraje.

En el epígrafe anterior se ha abordado la problemática de los futuros de cobertura, así como su tributación, por lo que en éste se han de analizar las implicaciones tributarias de las rentas provenientes de los futuros especulativos o de arbitraje.

El contrato de futuro, considerado en sí mismo, conlleva un alto grado de aleatoriedad, por cuanto sus resultados no se conocen *a priori*, llevando implícito un marcado carácter de apuesta.

El adquirente de un futuro con fines especulativos realiza un diagnóstico de la evolución futura de los precios del instrumento en que se base el contrato de futuros, comprando o vendiendo éste en base a las expectativas trazadas.

La nota característica de los incrementos o disminuciones de patrimonio es la aleatoriedad, unida al hecho de que estas rentas no se enmarquen en el seno de la actividad habitual de la empresa.

Todo ello aboga por la consideración de las rentas derivadas de los futuros como alteraciones del patrimonio, siendo ésta la regla general que contiene la excepción recogida en el epígrafe precedente, esto es, cuando el futuro sea de cobertura.

Asimismo, recibirán idéntica calificación las rentas derivadas de futuros contratados por las entidades creadoras de mercado, a las que en terminología anglosajona se denomina *market makers*. Estas entidades realizan una función esencial en el mercado y tienen por objeto facilitar contrapartida a las operaciones, de forma que lanzan al mercado órdenes de compra y venta con la finalidad de dar liquidez al mercado.

Para estas entidades, estas rentas proceden directamente de su actividad empresarial y, por tanto, la calificación de las mismas no puede ser otra que la de rendimiento de la actividad.

Como corolario a lo expuesto se considerarán rendimientos de la actividad empresarial los derivados de los contratos de futuros cuando sean calificados de cobertura o cuando su contratación se realice por una entidad creadora de mercado en el ejercicio de su actividad.

Su consideración, a efectos genéricos, como alteración del patrimonio implica la cuantificación de éste. Pues bien, el incremento o disminución de patrimonio se calculará aplicando las reglas generales que, a estos efectos, se prevén en las leyes reguladoras de los impuestos sobre la renta (3), esto es, por diferencia entre el valor de enajenación y el de adquisición.

A estos efectos se debe distinguir si el futuro se liquida a su vencimiento o existe una liquidación anticipada por cierre de la posición mediante la toma de una posición inversa.

Si la liquidación se produce al vencimiento —tanto si se efectúa por diferencias como si existe una entrega física del título objeto del contrato—, se tomará como valor de enajenación el importe de la última cotización del futuro el día del vencimiento, y como valor de adquisición la cotización del futuro el día de su contratación adicionándole los gastos accesorios derivados de su adquisición.

Los coeficientes correctores previstos en el IRPF para mitigar el efecto de la inflación serán de difícil aplicación a estos efectos, dado que los vencimientos de los contratos de futuros raramente son superiores al año.

Si la liquidación del futuro se produce con anterioridad a su vencimiento, el incremento o disminución de patrimonio vendrá dado, también, por las diferencias de cotizaciones, de enajenación y de adquisición del futuro, considerando, por supuesto, los gastos accesorios a la adquisición o enajenación.

La alteración patrimonial consecuencia de la liquidación del contrato de futuro es independiente, y ha de ser desligada totalmente de la que eventualmente pudiera producirse como consecuencia de la enajenación del activo subyacente.

Para centrar más la cuestión, examinemos dos casos:

a) Se adquiere un futuro de compra, produciéndose, llegado el vencimiento, la entrega física del título.

En este supuesto existirá una alteración patrimonial derivada del futuro, que vendrá determinada, *grosso modo*, por la diferencia entre la cotización del día del vencimiento del futuro y la del día de la adquisición.

El valor adquirido como consecuencia del ejercicio del contrato de futuro tendrá un coste de adquisición igual al importe desembolsado para su compra, y generará la oportuna alteración patrimonial en el momento de su enajenación, suponiendo que

se trate de un activo financiero con rendimiento explícito.

b) Se adquiere un futuro de venta, enajenándose el valor al vencimiento del futuro.

En este caso se producen dos alteraciones de patrimonio distintas; la primera derivada del propio contrato de futuro, que vendría determinada por diferencias de cotización entre la del vencimiento y la de la adquisición; la segunda se produce por la enajenación del valor como consecuencia de su entrega al ejercitar el contrato de futuro a su vencimiento. Esta última alteración patrimonial afecta al valor enajenado, y no al futuro, por lo que se determinará tomando en consideración el coste de adquisición del valor —actualizado, en su caso, por aplicación de los coeficientes correctores previstos en el IRPF— en comparación con su precio de enajenación.

## 2. Imputación temporal

Las leyes de los impuestos personales sobre la renta de las personas físicas y sobre sociedades han fijado el criterio de imputación temporal de forma similar, señalando el criterio de devengo en cuanto a la imputación de los ingresos y el de producción para los gastos (4).

Por lo que respecta a los futuros, existen dos tendencias en cuanto al reconocimiento de los beneficios o pérdidas procedentes de ellos.

Una primera corriente de opinión aboga porque dicho reconocimiento se efectúe día a día, es decir, en base a las liquidaciones diarias realizadas por la cámara de compensación, que suponen la constatación en la cuenta de cada una de las partes del beneficio o pérdida que ha ocasionado la variación en la cotización del día. Esta tesis aparece avalada por la inmediata disponibilidad de las diferencias positivas reconocidas.

Una segunda postura se inclina por el reconocimiento del resultado en el momento final, es decir, bien al vencimiento o bien al cierre de la posición si ésta se produce con anterioridad. Desde este punto de vista, las liquidaciones diarias, fruto de las oscilaciones de la cotización de los futuros, serían meros flujos de dinero a cuenta del resultado final.

Sin perjuicio de reconocer que las dos posturas tienen sólidos argumentos para su defensa, la segunda es, en nuestra opinión, la más adecuada en cuanto al reconocimiento con efectos fiscales de las rentas generadas por estos instrumentos. Pensemos que, realmente, hasta que se produce la liquidación final el resultado del futuro no es defini-

tivo, y que además la postura contraria entrañaría un grave problema para los contratantes de estos instrumentos que fueran personas físicas, por cuanto en nuestra legislación las disminuciones de patrimonio sólo pueden ser compensadas con incrementos de patrimonio, de modo que ante un contrato de futuro cuya vigencia corriese a caballo entre dos ejercicios, podría darse la situación de que en el primer período impositivo el sujeto pasivo obtuviese un incremento de patrimonio, derivado de las liquidaciones diarias correspondientes al futuro, que tendría que figurar en la base imponible de su impuesto personal sobre la renta, y, sin embargo, en el siguiente período impositivo, y derivada del mismo instrumento financiero, una pérdida final que ocasionase una disminución de patrimonio, ya no compensable con los incrementos de patrimonio obtenidos por el propio futuro, sino por otros incrementos distintos.

Esta situación provoca, sin duda, distorsiones notables, de difícil justificación.

Como criterio general, se puede recurrir a la imputación fiscal de los resultados del futuro al momento de la liquidación, lo cual no obsta para que puedan barajarse otros criterios de imputación distintos por parte de los contribuyentes, de conformidad con lo previsto en el RIS y en el RIRPF (5), respectivamente.

En línea con esta argumentación, el sujeto pasivo podría optar por utilizar el criterio del reconocimiento de las liquidaciones diarias expuesto en páginas anteriores, siempre y cuando cumplierse todos los requisitos establecidos en la normativa vigente.

Especial mención han de tener los denominados futuros de cobertura. En este sentido, los criterios en materia contable establecidos por el FASB-80 ahondan en el reconocimiento, de forma simétrica, de los resultados derivados del futuro financiero con los de la operación principal.

Este criterio, en la práctica, podría suponer un diferimiento de los resultados en función de los rendimientos de la operación principal.

La traslación de este criterio, a efectos fiscales, no encuentra, a nuestro entender, apoyo en la legislación tributaria actual; ahora bien, podría tener cabida perfectamente bajo los criterios optativos aludidos anteriormente.

Por tanto, cumpliendo los requisitos de manifestación a la Administración, así como los restantes previstos en el RIS y en el RIRPF, entendemos perfectamente factible la aplicación de este criterio.

### 3. Tributación de las comisiones y los depósitos

#### Comisiones

La contratación de un futuro entraña el desembolso de una comisión como contraprestación a los servicios prestados por el miembro del mercado mediante su mediación.

Desde el punto de vista del cliente, la comisión satisfecha constituirá un gasto accesorio a la adquisición del futuro, formando parte del valor de adquisición a efectos del cálculo del incremento o disminución patrimonial.

Para la otra parte contratante, el miembro del mercado, la comisión es la retribución a sus servicios, y por tanto supone un rendimiento de la actividad empresarial.

En conclusión, para el cliente la comisión satisfecha no constituye gasto deducible, sino que conforma el valor de adquisición a efectos de la determinación de la alteración patrimonial. Para el miembro del mercado que la recibe supone un rendimiento de la actividad empresarial.

#### Depósitos

Como requisito esencial en la contratación de un futuro figura la obligatoria constitución de un depósito que garantice la operación.

El depósito no constituye gasto deducible, por cuanto supone una fianza que se devolverá a la liquidación del contrato.

No presenta ninguna peculiaridad el tratamiento tributario del depósito, si bien conviene analizar aquellas situaciones en las que exista retribución al mismo.

Este depósito que se constituye por el cliente ante el miembro del mercado no está, en principio, retribuido, pero nada impide que lo esté.

En aquellos casos en los que el cliente perciba una remuneración derivada del depósito, ésta tendrá la consideración de rendimientos del capital mobiliario, pues, a diferencia de lo que ocurría con las rentas provenientes de los futuros, aquí se dan las notas esenciales características de los rendimientos del capital mobiliario. Existe una cesión previa de capitales, la remuneración a éstos se fija desde el primer momento, no existe ningún tipo de aleatoriedad.

No cabe en ningún momento asociar o integrar las rentas derivadas de los futuros con las rentas generadas, en su caso, por los depósitos. Unas y

otras tienen diferente naturaleza y distinta causa, por lo que en ningún momento cabe su confusión.

En consecuencia, si existe retribución de los depósitos, ésta se calificará como rendimientos del capital mobiliario, llevando aparejada la obligación de retener.

### VIII. CONCLUSIONES

Como síntesis de este trabajo, es conveniente hacer recapitulación y sentar unas conclusiones, que, como ya se advirtió con anterioridad, están impregnadas de un alto grado de provisionalidad, debido a la carencia de regulación de estos instrumentos.

1. Las rentas provenientes de los futuros difícilmente pueden considerarse rendimientos del capital mobiliario y, por tanto, no estarán sometidas a retención.

2. Las rentas derivadas de estos instrumentos parecen encajar genéricamente dentro del concepto de alteraciones patrimoniales, originando, a efectos tributarios, incrementos o disminuciones de patrimonio.

3. No obstante lo señalado en el párrafo anterior, tendrán la naturaleza de rendimientos de actividades empresariales los procedentes de futuros contratados en el ejercicio de su actividad, por las entidades creadoras de mercado o *market makers*.

Asimismo, tendrán idéntica calificación los denominados futuros de cobertura adquiridos por un empresario para reducir o atenuar un riesgo eventual derivado de un elemento u operación realizado por la empresa.

4. Las rentas se entenderán devengadas en el momento del vencimiento del contrato o en el del cierre de la posición, si éste fuera anterior, sin perjuicio de la posibilidad, por parte del contribuyente, de emplear criterios optativos previstos en la Ley.

### NOTAS

(1) Ramón Adell, *Los mercados de futuros: un análisis funcional y prospectivo*.

(2) Punto séptimo de la norma primera de la Circular 22/1987 del Banco de España, según nueva redacción dada por la Circular 16/1989.

(3) Ley 44/1978, de 8 de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

(4) Artículo 22, Ley del Impuesto sobre Sociedades:

«Los ingresos y gastos que componen la base del Impuesto se imputarán al período en que se hubiesen devengado los unos y producido los otros, con independencia del momento en que se realicen los correspondientes cobros y pagos. [...]».

Artículo 26, Ley del IRPF:

«Los ingresos y gastos que determinan la base del impuesto se imputarán al período en que se hubiesen devengado los unos y producido los otros, con independencia del momento en que se realicen los correspondientes cobros y pagos. [...]».

(5) Artículo 88, RIS:

«[...] 4. No obstante, los sujetos pasivos podrán utilizar criterios de imputación distintos, sin que ello origine ninguna alteración en la calificación fiscal de los ingresos o gastos, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

»a) Que se manifieste y justifique al presentar la declaración correspondiente al primer ejercicio en que deban surtir efecto.

»b) Que se especifique el plazo de su aplicación. Dentro de este plazo, que no podrá resultar inferior a tres años, el sujeto

pasivo deberá ajustarse necesariamente a los criterios por él mismo elegidos.

«En ningún caso el cambio de criterio comportará que algún ingreso o gasto quede sin computar.»

Artículo 110, RIRPF:

«1. No obstante lo dispuesto en el artículo anterior, los sujetos pasivos podrán utilizar criterios de imputación distintos a los en él establecidos, sin que ello origine ninguna alteración en la calificación fiscal de los ingresos o gastos, siempre que cumplan los dos siguientes requisitos:

»a) Que se manifieste y justifique al presentar la declaración correspondiente al primer ejercicio en que deban surtir efecto.

»b) Que se especifique el plazo de su aplicación. Dentro de dicho plazo, el sujeto pasivo deberá ajustarse necesariamente a los criterios por él mismo elegidos.

«A estos efectos, los sujetos pasivos incluirán en su declaración por el impuesto una propuesta de imputación temporal de ingresos y gastos y la exposición de su fundamento. Si la administración tributaria no considerase ajustada dicha propuesta a los apartados a) y b), rectificará de oficio la liquidación provisional a que se refiere el artículo 160 de este Reglamento, notificando el acuerdo al interesado, quien podrá interponer los recursos procedentes contra dicho acuerdo. [...]».