



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

LA MANIPULACIÓN DE EVENTOS DE
CRÉDITO EN LOS *CREDIT DEFAULT*
SWAPS

Análisis del problema y propuesta de solución basada
en la buena fe contractual

Autor: Diego Ferreras Garrucho
5º E-3 B
Derecho Mercantil

Tutor: Abel Benito Veiga Copo

Madrid
Abril de 2018

Resumen

Los *credit default swaps* (CDS) son contratos financieros atípicos que permiten transferir el riesgo de o especular con la insolvencia (*default*) de entidades emisoras de obligaciones. La escasa regulación ha generado diversos problemas, pero uno de los aspectos a los que menos atención se ha prestado es la manipulación de eventos de crédito. En varios casos, el comprador del CDS ha tratado de aprovecharse de la redacción del contrato provocando deliberadamente un evento de crédito, para así obtener el pago de la cuantía debida por el vendedor. Por ejemplo, en el caso de Hovnanian, el comprador llegó con un acuerdo con la entidad de referencia para que esta impagase voluntariamente sus obligaciones sin encontrarse en una verdadera situación de insolvencia o iliquidez. Este trabajo trata de analizar el fenómeno de la manipulación de eventos de crédito y de darle una respuesta jurídica. En primer lugar, se considera que los CDS no son contratos de seguros y, por tanto, no le es aplicable dicha regulación. En segundo lugar, aunque los CDS están regulados como derivados financieros, los casos analizados no son fácilmente subsumibles en las normas de manipulación de mercado. En tercer lugar, se defiende que la manipulación constituye un incumplimiento contractual, porque la buena fe obliga a las partes a comportarse de forma leal y la manipulación supone el aprovechamiento de oportunidades a las que las partes han renunciado al vincularse mediante el contrato. Finalmente, se proponen cambios en la redacción de los contratos y en la regulación para atajar el problema de la manipulación de forma más efectiva.

Palabras clave: CDS, credit default swap, evento de crédito, manipulación, oportunismo, Hovnanian, buena fe.

Abstract

Credit default swaps (CDS) are atypical financial contracts that enable the parties to transfer the risk of or speculate about the probability of insolvency or default of entities that have issued obligations. The lack of regulation has caused several problems, but the manipulation of credit events has been neglected by legal scholars. In several cases, the buyer of CDS has attempted to take advantage of the wording of the agreement by deliberately provoking a credit event, thus obtaining a payment under the contract. For instance, in the case of Hovnanian, the buyer reached an agreement with the reference entity whereby the latter would have failed to pay some of its obligations, even though there was no insolvency nor illiquidity. This article attempts to analyze the manipulation of credit events from a legal point of view and to provide a solution based on current legal principles. Firstly, CDS are not considered to be insurance contracts, which means that insurance law is inapplicable. Secondly, even though CDS are regulated as financial derivatives, manipulation cases cannot be said to constitute market manipulation. Thirdly, manipulators can be considered to be in breach of the contract, because the implied covenant of good faith forces the parties to act loyally and manipulation consists in taking advantage of opportunities forgone at the formation of the contract. Lastly, some changes in the wording of the contracts and in regulation are proposed in order to address the problem effectively.

Keywords: CDS, credit default swap, credit event, manipulation, opportunistic, Hovnanian, good faith.

Tabla de contenido

1	INTRODUCCIÓN	1
2	CONCEPTO DE CDS	3
2.1	Concepto e historia de los <i>Credit Default Swaps</i>	3
2.2	Clases de CDS según su función económica.....	5
2.3	Aspectos jurídicos de la contratación	7
3	MANIPULACIÓN DE EVENTOS DE CRÉDITO	10
3.1	La definición de “evento de crédito” en los contratos ISDA	10
3.2	Breve exposición de casos	12
3.2.1	Manipulación por parte de la entidad de referencia: <i>iHeart</i>	12
3.2.2	Manipulación por parte del comprador del CDS: <i>Hovnanian y Codere</i>	14
3.2.3	Manipulación por parte del vendedor del CDS: <i>McClatchy</i>	17
3.3	Efectos económicos de la manipulación.....	18
3.4	Vías de respuesta	20
3.4.1	Regulación especial de los CDS	20
3.4.2	Teoría general de contratos y obligaciones: las obligaciones derivadas de la buena fe... ..	21
3.4.3	Responsabilidad extracontractual de la entidad de referencia	21
4	NATURALEZA JURÍDICA DE LOS CDS	22
4.1	Contrato de seguro	22
4.1.1	La definición de seguro.....	22
4.1.2	¿Son los CDS contratos de seguro?.....	23
4.2	Derivado financiero.....	26
4.2.1	¿Son los CDS derivados financieros?.....	26
4.2.2	Las consecuencias de la calificación de derivado financiero.....	27
4.3	Conclusión: la falta de respuesta del régimen jurídico a los problemas de manipulación de eventos de crédito	31
5	LAS OBLIGACIONES DERIVADAS DE LA BUENA FE EN LOS CONTRATOS DE CDS	32
5.1	La buena fe en Derecho español.....	32
5.2	La buena fe en Derecho estadounidense.....	35
5.3	Límites a la manipulación de eventos de crédito	39
5.4	Respuesta a posibles objeciones sobre la solución propuesta.....	44
5.4.1	Contrario a la literalidad del contrato y a la libertad de pactos	44
5.4.2	Inseguridad jurídica.....	46
5.4.3	Asimetría entre el comprador y el vendedor.....	47
6	SOLUCIONES A LA MANIPULACIÓN DE EVENTOS DE CRÉDITO	49
6.1	Esperar a que la controversia llegue a los tribunales.....	49
6.2	Soluciones convencionales: modificaciones de los contratos ISDA.....	50
6.3	Intervención regulatoria	52
7	CONCLUSIÓN	54
	BIBLIOGRAFÍA	56

Abreviaturas y siglas

BGB - Bürgerliches Gesetzbuch (Código Civil de Alemania)

BOE – Boletín Oficial del Estado.

CC – Código Civil.

C. de C. – Código de Comercio.

CDD – ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions.

CDS – *Credit default swaps*.

CFTC – Commodity Futures Trading Commission.

CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores.

DC – ISDA Determination Committee.

DOUE – Diario Oficial de la Unión Europea.

ISDA – International Swaps and Derivatives Association.

LCS – Ley 50/1980, de 8 de octubre, del Contrato de Seguro.

LGDCU – Texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios

LMV – Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

OTC – *Over the counter*.

RAM – Reglamento de Abuso de Mercado.

SEC – Securities and Exchange Commission

1 INTRODUCCIÓN

Los *credit default swaps* o CDS son unos derivados financieros creados a finales del siglo XX para transferir o especular con el riesgo de insolvencia o *default* de entidades que emiten bonos y obligaciones en los mercados financieros. Durante la crisis financiera generaron polémica por su papel en la insolvencia de diversas entidades financieras, y desde entonces han recibido gran atención por parte de la literatura económica y jurídica. No obstante, casi toda esta atención se ha centrado en los aspectos más relacionados con su función económica y su efecto en la estabilidad de los mercados financieros. En cambio, otros problemas planteados por su contratación han quedado desatendidos, a pesar de que se trata de contratos bilaterales individualmente negociados entre grandes entidades y no contratos anónimos y estandarizados en mercados regulados. Este trabajo pretende prestar atención a uno de estos problemas netamente contractuales: la manipulación de eventos de crédito por parte de los compradores de CDS.

La mejor forma de entender a qué nos referimos con la expresión “manipulación de eventos de crédito” es mediante un caso real. En diciembre de 2017, una oleada de indignación sacudió la prensa financiera mundial cuando se conoció que GSO, una sociedad de inversión estadounidense, había llegado a un acuerdo de refinanciación con Hovnanian, una constructora. El acuerdo preveía, además de unas condiciones de refinanciación muy favorables para la constructora, que esta incumpliera voluntariamente sus obligaciones, impagando una de las cuotas de intereses de una de las muchas emisiones de bonos de la compañía. Esta operación tenía por objetivo generar lo que se conoce como un “evento de crédito” en unos CDS que habían sido comprados por GSO. Si Hovnanian impagaba, los vendedores de los CDS debían indemnizar a GSO, quien obtendría un beneficio de unos 300 millones de dólares americanos, sin que los vendedores de CDS pudieran aparentemente hacer nada, porque el contrato permitía tal cosa, o al menos no la prohibía. Este trabajo trata de responder a la cuestión principal planteada por esta operación: ¿de verdad es lícito que una entidad provoque artificialmente un impago con el simple objeto de beneficiarse de un contrato concluido con anterioridad, tan solo porque la documentación contractual no lo prohíbe? Nuestra tesis principal es que, incluso si la regulación de los CDS no da una respuesta al problema, el principio general de la buena fe contractual nos proporciona una vía para considerar que estas actuaciones son ilícitas y generan responsabilidad bajo el propio contrato.

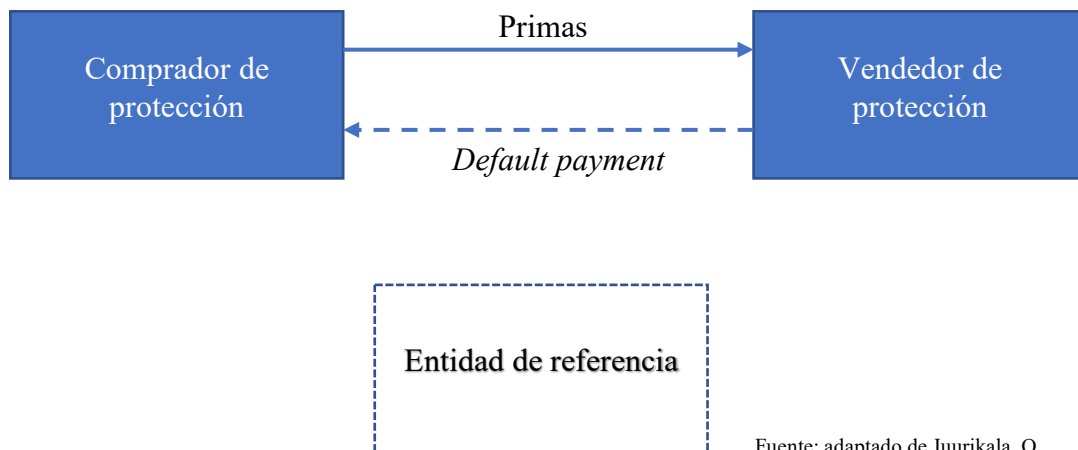
Este trabajo se divide en cinco secciones. En primer lugar, se proporciona un concepto de CDS y se hace un breve recorrido por su estructura jurídica y función económica (sección 2). En segundo lugar, se introduce el problema de la manipulación de eventos de crédito, a través del análisis de su definición en los contratos ISDA, un resumen de los principales casos de manipulación y un análisis económico de las consecuencias de la manipulación (sección 3). Las dos siguientes secciones analizan posibles soluciones a la manipulación. La primera de ellas trata de determinar la naturaleza jurídica de los CDS para después aplicarle la regulación contractual que resulte aplicable, concretamente la de manipulación de mercado aplicable a ciertos derivados financieros (sección 4). La segunda se centra en la responsabilidad contractual por incumplimiento de deberes derivados de la buena fe, y para ello se analiza la existencia de dichos deberes en los ordenamientos español y estadounidense, para después desarrollar una teoría sobre qué actuaciones proscriben la buena fe en los contratos de CDS (sección 5). Finalmente, se formulan distintas propuestas para corregir el problema de la manipulación de manera más efectiva (sección 6).

2 CONCEPTO DE CDS

2.1 Concepto e historia de los *Credit Default Swaps*

Los *Credit Default Swaps* o permutas de cobertura por impago (en adelante, CDS) han sido definidos en ocasiones como “instrumentos derivados que permiten la transferencia del riesgo de impago de un instrumento de crédito entre dos contrapartes”.¹ No obstante, dicha definición, como veremos en el apartado siguiente, no consigue recoger toda la variedad de usos que se le dan a estos instrumentos en el tráfico, porque los CDS no necesariamente transfieren un riesgo preexistente, sino que pueden crear el propio riesgo o exposición. Es más exacto decir que los CDS son contratos financieros por los que un comprador de protección paga una prima fija periódica a un vendedor de protección a cambio de que este le compense en caso de que se produzca un evento de crédito respecto de una entidad de referencia.²

Gráfico 1: esquema básico de un CDS



Aunque su nombre sugiere un producto arcano o misterioso de ingeniería financiera, lo cierto es que los CDS son instrumentos extremadamente simples. Como se puede ver en el Gráfico 1, el comprador de protección (en adelante nos referiremos simplemente al “comprador”) realiza una serie de pagos periódicos y fijos al vendedor de protección (en adelante, el vendedor). A cambio, el vendedor se compromete a satisfacer una suma de dinero al comprador si se produce un “evento de crédito” respecto a una determinada entidad de referencia, entendiendo por “evento de crédito” un suceso que manifiesta que

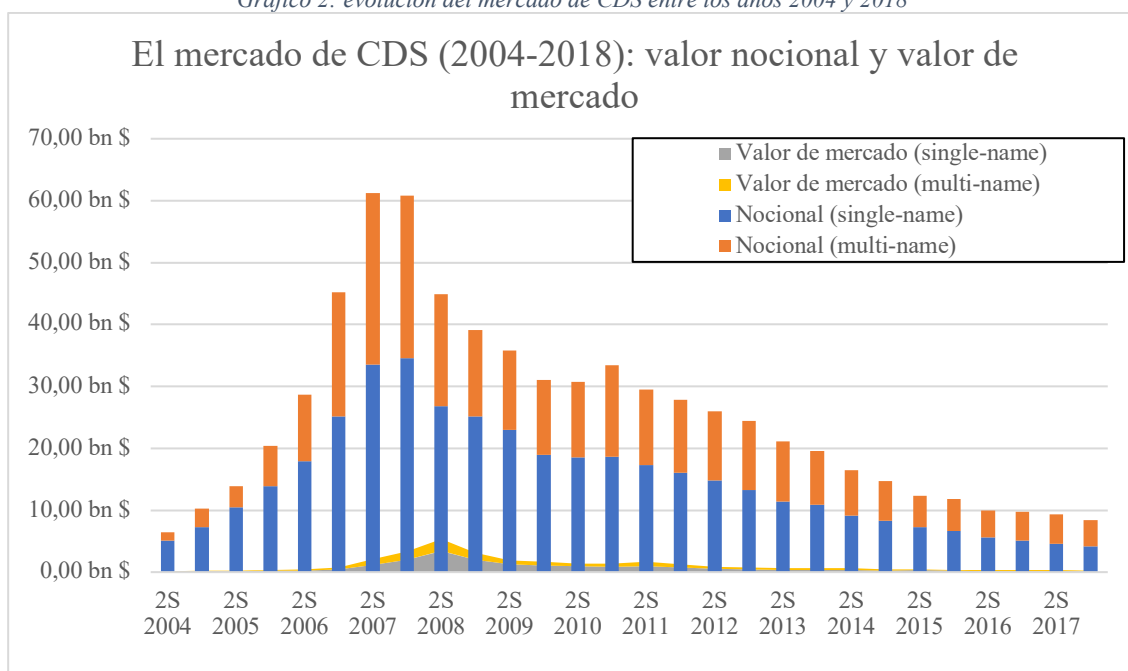
¹ Arce, O., González Pueyo, J. y Sanjuán, L., “El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias”, *Documentos de Trabajo (CNMV)*, n. 42, 2010, p. 13.

² Seguimos de cerca la definición propuesta por Galán López, C., “Los *credit default swaps* (CDS)” en Alonso Ledesma, C. y Alonso Ureba, A. (eds.), *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, Aranzadi, Cizur Menor, 2013, p. 476.

los tenedores de las obligaciones de la entidad de referencia no van a recuperar la cuantía íntegra de su crédito (impago, concurso o insolvencia, entre otros). Es evidente el paralelismo entre un CDS y un contrato de seguro, tanto en sus consecuencias económicas como en su estructura general de derechos y obligaciones a cargo de cada una de las partes.³

Los CDS son un producto relativamente novedoso. Los primeros contratos aparecieron en los años 1990, como una alternativa poco regulada y fácil de negociar a los seguros de crédito.⁴ El mercado despegó durante los años previos a la crisis financiera y, como puede verse en el gráfico 1, el valor nominal de los contratos de CDS abiertos en el mundo llegó a superar los 60 billones de dólares americanos en los años 2007 y 2008.⁵ No obstante, en los años posteriores a la crisis el tamaño del mercado se ha reducido considerablemente, y los importes nominales se sitúan en la actualidad en el entorno de los 8 billones de dólares.⁶

Gráfico 2: evolución del mercado de CDS entre los años 2004 y 2018



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BIS.

³ Juurikkala, O., *The Law and Economics of Credit Default Swaps: Derivatives Regulation, Insurance Law, and Recent Financial Market Reforms*, Tesis Doctoral, Universidad de Helsinki, 2015, pp. 16-17 (disponible en <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/157010/lawandec.pdf?sequence=1&isAllo wed=y>; última consulta 7/3/19). En el apartado 4.1.2 se analizan más en detalle las diferencias con el seguro.

⁴ Galán López, *op. cit.* p. 474.

⁵ El valor nominal de un CDS equivale al valor nominal de deuda sobre la que se ha emitido, mientras que su valor de mercado equivale a la prima que se exige en el mercado para realizar la misma operación. Por analogía a un seguro de daños, el valor nominal equivaldría a la suma asegurada, mientras que el valor de mercado se corresponde con la prima.

⁶ Aldasoro, I. y Ehlers, T., "The Credit Default Swap Market: What a Difference a Decade Makes," *BIS Quarterly Review*, June, 2018, pp. 2-3.

El mercado de CDS ha sido, tradicionalmente, un mercado OTC (*over-the-counter*), es decir, un mercado en el que se negocia de forma bilateral y personalizada entre agentes, no existiendo un mercado impersonal en que coticen instrumentos estandarizados de forma pública y anónima.⁷ Entre las consecuencias de que se tratase de un mercado de OTC se encontraba, además de la falta de transparencia, un considerable riesgo de contrapartida, especialmente por la desigualdad natural entre las obligaciones de las partes: si se produce el evento de crédito, el vendedor debe hacer frente a una salida de caja considerablemente superior a los ingresos que ha recibido de la operación, lo cual puede generarle problemas de liquidez y de solvencia si no ha provisionado adecuadamente durante la vida de la operación.⁸ Dada la contribución de los CDS al pánico financiero de finales de 2008,⁹ la regulación financiera posterior a la crisis ha tendido a obligar a buena parte de los contratos a canalizarse a través de una cámara de compensación o Entidad de Contrapartida Central, de forma que se reduce el riesgo de contrapartida y se pueden incorporar los mecanismos de garantía típicos en otros mercados de derivados.¹⁰

2.2 Clases de CDS según su función económica

Para entender plenamente la función que cumplen los contratos de CDS en el tráfico jurídico debemos hacer una distinción entre dos grandes clases de operaciones. Por un lado se encuentran los CDS básicos o de cobertura y por otro lado se encuentran los CDS en descubierto o especulativos. Esta distinción es puramente económica, sin que se detecte ninguna diferencia jurídica en la contratación de ambas clases.

Los CDS de cobertura persiguen, sencillamente, proteger frente a los riesgos asociados al impago de las obligaciones de la entidad de referencia. De esta forma, una entidad

⁷ Juurikkala, *op. cit.* p. 17.

⁸ Galán López, *op. cit.* pp. 485-486.

⁹ Hay un cierto consenso en torno a que los CDS tuvieron un papel importante en las quiebras de Bear Sterns y Lehman Brothers, así como en el rescate estatal de AIG. Estas tres entidades habían acumulado notables posiciones vendedoras en CDS sobre titulizaciones de préstamos hipotecarios *subprime* y sufrieron grandes pérdidas por ello. Además, como se detallará en el apartado 2.2, el uso especulativo de estos CDS multiplicó las pérdidas debidas a la burbuja *subprime* (por cada dólar impagado en la obligación de referencia, los vendedores debían hacer frente a varios dólares de CDS). *Vid.* McCall, B.M., “Gambling on Our Financial Future: How the Federal Government Fiddles While State Common Law is a Safer Bet to Prevent Another Financial Collapse”, *Arizona State Law Journal*, vol. 46, 2014, pp. 1355-1361.

¹⁰ Galán López, *op. cit.* pp. 486-487. Estos mecanismos consisten, esencialmente, en la interposición de la cámara de compensación en todas las operaciones y en la obligación de aportar garantías (*margin*) a la cámara e incrementar o disminuir dichas garantías según la evolución de los precios de mercado. En el caso de un CDS, el vendedor contrataría directamente con la cámara, de forma que le resulta indiferente quién asuma la otra parte de la operación, depositaría fondos como garantía y debería depositar más fondos cuando aumentase la probabilidad de *default*.

financiera que esté expuesta de alguna forma a las obligaciones de otra puede comprar un CDS y así obtener protección en caso de que se produzca un evento de crédito. La exposición del comprador a la deuda de la entidad de referencia frecuentemente se manifestará mediante la titularidad de obligaciones emitidas por la misma: así, un banco que haya adquirido bonos de una sociedad determinada puede cubrirse ante el riesgo de que el deudor incumpla mediante un contrato de CDS.¹¹ No obstante, los CDS no están limitados a los titulares de las obligaciones: cualquier otra entidad que se fuere a ver perjudicada por el impago, concurso o insolvencia de la entidad de referencia podría comprar CDS y de esta forma obtener un resarcimiento indirecto del daño producido por el evento de crédito.

Los CDS especulativos, en cambio, permiten realizar verdaderas apuestas sobre la calidad crediticia de una entidad de referencia concreta. Estas operaciones *crean* la exposición a los créditos subyacentes en lugar de trasladarla de una contraparte a otra.¹² De esta forma, un inversor que tenga la convicción subjetiva de que una determinada entidad va a tener dificultades financieras en el futuro y ello va a dar lugar a un evento de crédito puede contratar un producto que le proporcione una prestación en caso de que se produzca tal suceso, a cambio de una prima.¹³ Aunque esta utilización especulativa de los CDS se critica frecuentemente como mero juego, la especulación hace más eficiente el mercado, proporcionando liquidez a los que desean cubrir un riesgo y facilitando el descubrimiento de precios de mercado.¹⁴

Tanto en un caso como en otro, se ha argumentado que los CDS cumplen una función adicional de “arbitraje regulatorio” (*regulatory arbitrage*).¹⁵ El arbitraje regulatorio no es más que el aprovechamiento de las distintas posibilidades de configuración jurídica de los negocios jurídico-privados para reducir los costes u obtener beneficios respecto de la estructuración jurídica tradicional de una determinada operación. En particular, se ha

¹¹ *Ibid.* p. 478.

¹² Stout, L.A., “Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis,” *Harvard Business Law Review*, vol. 1, 2011, p. 8.

¹³ Un ejemplo notable de esta utilización especulativa de los CDS puede verse en el libro *The Big Short*, que narra la historia de algunos avezados inversores que detectaron la burbuja *subprime* y compraron CDS sobre vehículos de inversión compuestos por créditos con garantía hipotecaria. *Vid.* Lewis, M., *The Big Short*, Norton & Company, Nueva York, 2010.

¹⁴ Hazen, T.L., “Filling a Regulatory Gap: It Is Time To Regulate Over-the-Counter Derivatives” *North Carolina Banking Institute*, vol. 13, n. 1, 2009, p. 127. Para un análisis más detallado de los efectos económicos de la especulación con derivados financieros, *vid.* Posner, E.A. y Weyl, E.G., “An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets” *Northwestern University Law Review*, vol. 107, n. 3, 2013), pp. 1313-1321.

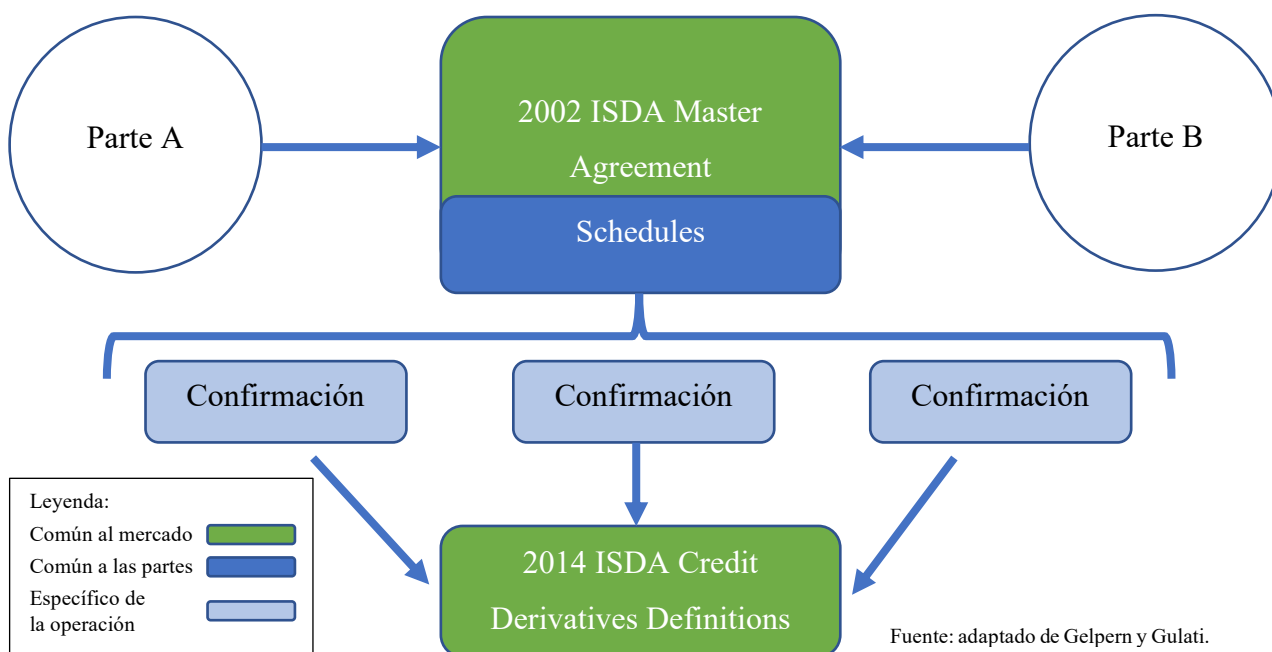
¹⁵ Juurikkala, *op. cit.* pp. 20-21.

argumentado que los CDS de cobertura son, en términos económicos, un sustituto casi perfecto de un contrato de seguro: permiten a una parte obtener protección frente a un riesgo a cambio de un precio o prima que se satisface de forma anticipada. Pero, a diferencia de los seguros, los CDS no están sometidos a una regulación imperativa de los términos del contrato, no están constreñidos por el requisito del interés asegurable y no exigen al vendedor el sometimiento a una exigente regulación de su actividad para garantizar su solvencia. Todo ello reduce los costes de los que participan en la operación, especialmente de los vendedores, haciendo de los CDS un producto muy flexible y atractivo para las entidades financieras.

2.3 Aspectos jurídicos de la contratación

A pesar de ser productos OTC negociados bilateralmente entre entidades sofisticadas, lo cierto es que la contratación de CDS ha alcanzado gran uniformidad en el tráfico gracias a la intervención de la International Swaps and Derivatives Association (en adelante, ISDA).¹⁶ En el Gráfico 3 puede verse una representación esquemática de la arquitectura ISDA.¹⁷

Gráfico 3: la arquitectura ISDA en las operaciones de CDS



¹⁶ ISDA es una asociación profesional de entidades que participan en los mercados de derivados OTC fundada en los años 80 y que cuenta con más de 900 miembros en 69 países. Su misión, en la que ha tenido un gran éxito, es la creación y promoción de documentación estandarizada para los derivados OTC. En la actualidad, la “arquitectura ISDA”, esto es, la documentación contractual estandarizada de la organización, goza de una posición predominante en los mercados financieros globales. *Vid.* Schwartz, R.F., “Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation,” *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 12, n. 1, 2007, p. 178.

¹⁷ La pieza central de la arquitectura ISDA es el ISDA Master Agreement o Acuerdo Marco ISDA. Se trata de un contrato bilateral que regula todas las operaciones de derivados financieros entre las partes firmantes.

Lo más relevante para el presente trabajo son las *Credit Derivatives Definitions* (en adelante, CDD), cuya última versión es de 2014 y que constituyen la regulación estandarizada de los CDS en el mercado. Los elementos principales de esta regulación convencional son, además de las partes del contrato, la entidad de referencia, el tipo de obligaciones que quedan cubiertas, la prima y el plazo de cobertura, que quedan fijadas en la confirmación, los términos que definen qué se considera un evento de crédito y los que regulan la liquidación del contrato una vez producido dicho evento de crédito.¹⁸

En cuanto a la liquidación del contrato, se establecen distintos métodos para resarcir al comprador de protección cuando se produce un evento de crédito. En la liquidación bilateral por entrega física, el comprador está obligado a entregar obligaciones de la entidad de referencia al vendedor, y a cambio recibe su valor nominal. En la liquidación bilateral por la diferencia, el vendedor simplemente entrega la diferencia entre el valor nominal de las obligaciones y su valor de mercado, sin necesidad de que los títulos cambien de manos. Por último, se establece un sistema de subasta en el que se fija el precio de las obligaciones de la entidad, y el vendedor satisface la diferencia entre este precio y el valor nominal al comprador.¹⁹

La definición de evento de crédito la analizaremos con más detalle en la sección siguiente, pues es una parte fundamental para entender el problema de la manipulación. Por último, es importante destacar que los contratos marco ISDA se elaboran en dos modalidades según la ley aplicable: por un lado, están los contratos sometidos a la ley del estado de Nueva York; por otro lado, están los contratos sometidos a la ley inglesa. Las CDD son únicas, no obstante. En todo el análisis posterior, hemos decidido centrarnos en el Derecho estadounidense, por tratarse del lugar donde se han realizado las operaciones polémicas que describiremos en el apartado 3.2, y en el Derecho español. Dejamos el

El texto del Acuerdo Marco es único para toda la industria, al modo de unas condiciones generales, aunque ISDA lo actualiza ocasionalmente (la versión actual es de 2002). Para adaptar los términos del Acuerdo Marco a su relación particular y, si así lo desean, modificar alguna de las cláusulas estándar, las partes negocian y elaboran Schedules o Anexos al Acuerdo Marco. Una vez las partes se han vinculado bajo el Acuerdo Marco y los Anexos, elaboran confirmaciones individuales para cada una de las operaciones que deseen realizar entre sí. Las confirmaciones contienen los términos económicos de la operación y, además, incorporan mediante referencia un documento de Definiciones elaborado por ISDA para todo el mercado, pero que, a diferencia del Acuerdo Marco, está específicamente diseñado para un determinado tipo de operación o producto (por ejemplo, el CDD para derivados de crédito). *Vid.* Gelpern, A. y Gulati, M., “CDS Zombies,” *European Business Organization Law Review*, vol. 13, n. 3, 2012 pp. 356-357.

¹⁸ Galán López, *op. cit.* pp. 481-482.

¹⁹ Galán López, *op. cit.* pp. 488-489.

Derecho inglés para otra ocasión, en gran medida porque presenta particularidades que lo alejan de los otros dos ordenamientos.²⁰

²⁰ En particular, el Derecho inglés de contratos rechaza frontalmente el concepto de “buena fe”, como comentaremos en el apartado 5.2. No obstante, el análisis sobre la manipulación de mercado del apartado 4.2.3 es en principio aplicable al ordenamiento inglés, por tratarse de aspectos regulados por el Derecho de la UE.

3 MANIPULACIÓN DE EVENTOS DE CRÉDITO

3.1 La definición de “evento de crédito” en los contratos ISDA

Las CDD contienen, en su artículo IV, la definición estándar de evento de crédito utilizada en la gran mayoría de los contratos de CDS. Según esta definición, un evento de crédito es cualquiera de los siguientes sucesos:²¹

- a) Insolvencia (*Bankruptcy*). Se trata de una enumeración de supuestos que incluye, de forma muy simplificada, los siguientes: disolución de la entidad de referencia; insolvencia; convenio con acreedores; inicio de un procedimiento concursal en el que se declara la insolvencia o no se sobresee en plazo de 30 días desde su presentación; aprobación de su liquidación; nombramiento de un administrador concursal, liquidador u otro cargo similar; embargo de todos o la parte sustancial de sus activos por un acreedor con garantías; y cualquier otro evento con efectos análogos a los anteriores.²²
- b) Vencimiento anticipado (*Obligation Acceleration*): se produce cuando alguna de las obligaciones de la entidad de referencia ha vencido de forma anticipada como resultado de algún incumplimiento (*default*) distinto de un simple impago, siempre que la cuantía supere una cantidad mínima fijada en la confirmación (a esta cantidad se la denomina *Default Requirement*).²³
- c) Supuesto de vencimiento anticipado (*Obligation Default*): se produce cuando alguna de las obligaciones de la entidad de referencia ha entrado en un supuesto de vencimiento anticipado (*default*) distinto de un simple impago, siempre que su cuantía supere el *Default Requirement*. Por tanto, la diferencia con el supuesto anterior es que aquí no se ha producido aún el vencimiento anticipado, sino que tan solo se ha verificado la condición que permite tal vencimiento.²⁴

²¹ Las partes pueden, en la respectiva confirmación, seleccionar cuáles de estos supuestos desean aplicar a cada operación.

²² ISDA, *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions* (en adelante, CDD), Section 4.2. Esta cláusula trata de capturar cualquier situación que se asemeje a un procedimiento concursal, a veces de forma un poco burda. En concreto, el supuesto de “disolución” podría generar problemas, aunque la cláusula excluye expresamente los casos de fusión.

²³ CDD, Section 4.3. Las CDD no especifican qué “incumplimientos distintos de un simple impago” entran dentro de este supuesto, sino que se remite a los propios contratos de financiación. Cualquier condición que permita el vencimiento anticipado del contrato de financiación generará un evento de crédito.

²⁴ CDD, Section 4.4. Este supuesto puede plantear problemas cuando se haya producido el supuesto de vencimiento anticipado pero los acreedores hayan decidido “perdonarlo”: ¿puede en tal caso el comprador de CDS notificar que se ha producido evento de crédito? Tal y como está redactada la cláusula, parece que sí.

- d) Impago (*Failure to pay*): consiste en el impago efectivo de obligaciones a su vencimiento por un importe superior a otra cuantía establecida en la confirmación (llamada *Payment Requirement*).²⁵
- e) Repudiación / moratoria (*Repudiation/Moratorium*): este supuesto doble consiste en que la entidad de referencia o una autoridad estatal: 1) repudia, rechaza o disputa la validez de alguna obligación en una cantidad superior al *Default Requirement*; o 2) declara una moratoria, espera o diferimiento que afecta a obligaciones por valor superior dicha cuantía. Además de la repudiación o moratoria, la cláusula exige que haya habido un impago de cualquier cuantía (no tiene que llegar a un umbral mínimo).²⁶
- f) Reestructuración (*Restructuring*): se refiere a cualquier quita, espera, cambio en la prelación o cambio de divisa que afecte a una cuantía superior al *Default Requirement* y que resulte vinculante para todos los tenedores de las obligaciones (por ejemplo, por tratarse de un convenio con acreedores en el seno de un procedimiento concursal), siempre que no esté previsto en los términos y condiciones de la obligación. Es importante destacar que la cláusula prevé ciertas excepciones y una de ellas es que el evento no se deba a un deterioro de la solvencia de la entidad de referencia.²⁷
- g) Intervención estatal (*Governmental Intervention*): se refiere a un conjunto de sucesos que afectan, como mínimo, a una cuantía superior al *Default Requirement* y que se deben a una acción directa de una autoridad estatal. Esos sucesos son: cualquier actuación que reduzca los intereses o el principal pendiente de pago, difiera el vencimiento o cambie la prelación de la obligación; expropiación o transmisión forzosa de la obligación; cancelación o conversión imperativa de la obligación; o cualquier otro suceso con efectos análogos.²⁸

Como puede verse, todos estos supuestos están formulados en términos extremadamente objetivos, tratando de evitar cualquier clase de duda en la declaración de que se ha producido un evento de crédito. El único de los supuestos que incluye requisitos

²⁵ CDD, Section 4.5. Hay que destacar que el *Payment Requirement* es, por lo general, una cantidad pequeña (1M\$ si las partes no establecen otra cantidad).

²⁶ CDD, Section 4.6. Puede sonar extraño que una autoridad estatal repudie una obligación, pero hay que tener en cuenta que gran parte de las operaciones de CDS tienen como entidad de referencia a Estados soberanos. Un caso de repudiación podría darse después de un golpe de Estado o cambio de régimen: el nuevo Gobierno rechaza asumir la deuda pública emitida por el anterior Gobierno, repudiándola.

²⁷ CDD, Section 4.7.

²⁸ CDD, Section 4.8.

“subjetivos” es la reestructuración: si la reestructuración de las obligaciones no se debe al deterioro de la solvencia de la entidad de referencia, no se entiende producido el evento de crédito.²⁹ En cambio, en el resto de supuestos se dan verdaderas presunciones de que la entidad tiene problemas financieros, al modo de las presunciones de insolvencia que legitiman al acreedor para solicitar el concurso necesario en la Ley Concursal española. En particular, el supuesto de impago (*Failure to pay*) proporciona un camino sencillo para la manipulación, como veremos en el apartado siguiente: basta con impagar una cuantía relativamente pequeña de cualquier obligación emitida por la entidad de referencia.

Por último, debemos destacar que los eventos de crédito no se producen de forma automática. Los contratos ISDA obligan a las partes a notificar la producción del suceso que puede dar lugar a un evento de crédito, y el encargado de declarar si se ha producido será un Comité de Determinación (*Determination Committee* o simplemente DC), organizado en el seno de la propia ISDA.³⁰

3.2 Breve exposición de casos

En los últimos años se ha podido observar un aumento notable en lo que algunos han denominado “estrategias creativas” de refinanciación y reestructuración de deuda que pretendían conseguir algún resultado concreto en un contrato de CDS.³¹ A continuación se exponen algunas de estas estrategias, para dar una idea aproximada de los comportamientos que se dan en el tráfico y para definir los límites de nuestro análisis.

3.2.1 Manipulación por parte de la entidad de referencia: iHeart

El primer grupo de casos se caracteriza por la falta de intervención de las partes contratantes de los CDS, y por eso queda fuera de los objetivos de este trabajo. Aquí lo único que ocurre es que la entidad de referencia, sin encontrarse en una situación de insolvencia actual o inmediata, impaga algunas de sus obligaciones de forma voluntaria y selectiva para conseguir ciertos objetivos. Este impago tiene un efecto colateral no

²⁹ Más que un elemento “subjetivo”, se trata de un concepto jurídico indeterminado que deberá ser analizado caso por caso. El resto de los supuestos tan solo exigen un juicio puramente fáctico que no admite discusión. Ahora bien, ¿por qué tan solo se incorpora este criterio de solvencia en las reestructuraciones y no en otros eventos de crédito? Quizá ISDA haya considerado que puede haber casos de reestructuraciones de deuda amistosas que no perjudiquen a los acreedores, mientras que el resto de supuestos sí implican una pérdida potencial para los tenedores de obligaciones. Si esta es la razón, es discutible que esto sea así.

³⁰ Galán López, *op. cit.* p. 484. Existen distintos CD según el territorio o región en que se produzca el evento de crédito.

³¹ La expresión es de Carruzzo, F., Zide, S., y King, D., “Opportunistic Credit Default Swap Strategies”, *Practical Law*, p. 1 (disponible en <https://www.kramerlevin.com/images/content/4/6/v2/46031/Opportunistic-Credit-Default-Swap-Strategies-w-014-1708.pdf>, última consulta 3/3/19).

deseado en los contratos de CDS porque se produce un evento de crédito que obliga a los vendedores de protección a realizar la prestación a favor de los compradores. Vamos a analizar un ejemplo.

iHeart Communications Inc. y su matriz, iHeart Media Inc., se encontraban en una situación de alto endeudamiento en el año 2016. Para evitar la activación de un derecho real de garantía a favor de algunos de sus acreedores, iHeart hizo que una filial suya, Clear Channel Holdings Inc., comprase 57M\$ de una emisión de deuda con vencimiento en diciembre de 2016. Cuando llegó el vencimiento, iHeart pagó todas las obligaciones salvo los 57M\$ cuya titularidad correspondía a su filial. Esto provocó una reducción de su calificación crediticia, pero no tuvo otros efectos nocivos para la entidad porque las cláusulas de *cross-default* del resto de sus deudas establecían un impago mínimo de 100M\$.³² Además, Clear Channel renunció a iniciar acciones contra iHeart por el momento, aunque se reservó su derecho a iniciarlas en el futuro.³³

El ISDA Americas DC concluyó que el impago constituía un evento de crédito (un *Failure to pay*), lo cual condujo a pagos de 154M\$ en los contratos de CDS. La opinión del DC no estuvo exenta de polémica. Se argumentaba que los términos de las obligaciones habían sido modificados de hecho por las partes y que, por tanto, no había un verdadero incumplimiento. No obstante, el DC se ciñó a la literalidad del contrato: las obligaciones impagadas eran “obligaciones” a efectos del contrato, se había producido un impago durante tres días, la deuda estaba vencida a todos los efectos y no se había producido ningún acuerdo o novación de la misma.³⁴

En este caso podemos observar la objetividad con la que se determinan los eventos de crédito en los contratos de CDS. iHeart era perfectamente capaz de devolver la cantidad impagada y era el socio único de la entidad perjudicada por el impago, pero aun así se había producido técnicamente un impago de una obligación vencida. La cuestión es que en este caso no intervinieron las partes contratantes del CDS y la entidad de referencia no estaba vinculada por los especiales deberes de conducta derivados de dicha relación contractual (en particular, las obligaciones derivadas de la buena fe contractual, que analizamos en la sección 5), pues es un simple tercero. No obstante, su conducta puede

³² Las cláusulas de *cross-default* en las financiaciones corporativas facultan al acreedor para declarar el vencimiento anticipado de la totalidad del crédito cuando el deudor impaga otras obligaciones en una cuantía establecida en el contrato.

³³ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* pp. 2-3.

³⁴ *Ibid.* p. 3.

ser problemática en sí misma. Algunos han sugerido que, siguiendo el ejemplo de iHeart, las entidades de referencia podrían dedicarse a amenazar a los vendedores de CDS con hacer impagos selectivos para conseguir condiciones favorables de refinanciación.³⁵ La legitimidad de esta actuación es dudosa, y cabría pensar que genera responsabilidad extracontractual de la entidad de referencia, pero no nos vamos a referir a ello aquí.

3.2.2 Manipulación por parte del comprador del CDS: Hovnanian y Codere

El segundo grupo de casos es propiamente el que nos preocupa en este trabajo. En estos casos, se puede decir que el comprador del CDS provoca voluntariamente un evento de crédito en la entidad de referencia. El supuesto más elemental no tiene por qué resultar extraño ni controvertido: si el comprador de CDS es acreedor de la entidad de referencia, una solicitud de concurso o ejecución de deuda por su parte puede constituir un evento de crédito, y parece claro que hay una relación de causalidad entre su conducta y el evento. Ahora bien, en la práctica se han dado otros casos que ponen en duda la legitimidad de la actuación del comprador. En los siguientes párrafos se describen y comentan los más polémicos.

Como es sabido, Codere S.A. es una sociedad española que opera en el ámbito del juego y las apuestas deportivas. En 2013, Codere se encontraba en una situación cercana a la insolvencia y decidió acometer la restructuración de una deuda de 1.000M€. GSO Capital Partners LP, una filial de Blackstone Group LP (una conocida entidad de inversión), se ofreció a financiar parte de la deuda de Codere a cambio de que esta realizase un impago de unos intereses durante el tiempo necesario para provocar un evento de crédito. Codere accedió, se produjo el impago y el DC determinó que se había producido un evento de crédito (de nuevo, *Failure to Pay*). De nuevo, el impago apenas perjudicó a Codere porque la cuantía del mismo quedó por debajo de lo exigido por las cláusulas de *cross-default* en sus restantes obligaciones. GSO recibió 15,6M\$ de sus CDS.³⁶

Aunque las similitudes con el caso iHeart son significativas, la diferencia fundamental es la conducta positiva de una de las partes contratantes en el CDS (el comprador, en este caso). Parece claro que GSO causó directamente el evento de crédito al inducir a Codere a impagar, aprovechando la redacción literal de los contratos para su propio beneficio. No obstante, la situación financiera de Codere era problemática, así que de alguna forma

³⁵ *Id.*

³⁶ *Id.*

se respetaba el espíritu del contrato de CDS (protección contra la insolvencia de deudores).

Más recientemente sucedió el caso de Hovnanian Enterprises, una entidad mercantil norteamericana que se dedica a la construcción de inmuebles para uso residencial. A finales de 2017, Hovnanian comenzó a negociar una serie de refinanciaciones y reestructuraciones de parte de su deuda con GSO Capital Partners LP. GSO acordó refinanciar a Hovnanian en términos muy favorables a cambio de que Hovnanian no cumpliera una obligación de pago de intereses con vencimiento en mayo de 2018. La idea, como en el caso de Codere, es que dicho impago supusiera un evento de crédito a efectos de los contratos de CDS que GSO había adquirido previamente.³⁷

En lo que se diferencia este caso del anterior es en la notoria artificiosidad de toda la operación, claramente diseñada por GSO para obtener un beneficio de sus contratos de CDS. En primer lugar, a diferencia de Codere e iHeart, la situación financiera de Hovnanian era menos extrema, aunque la compañía estaba notablemente endeudada. En segundo lugar, el impago se produciría tan solo sobre unas obligaciones cuya titularidad correspondía a Sunrise, una filial de Hovnanian, como en el caso de iHeart. En tercer lugar, el impago se limitaba a la cantidad de 1,04M\$, justo por encima del *Payment Requirement* de 1M€ establecido en el contrato de CDS. Por último, en el acuerdo de refinanciación, Hovnanian acordó emitir unas obligaciones estaban especialmente diseñadas para cotizar a un nivel muy bajo (por tener tipo de interés bajo y vencimiento en 2040). Recuérdese que la obligación a cargo del vendedor de CDS se calcula, en el sistema de liquidación bilateral por la diferencia, como la diferencia entre el valor nominal y el valor de mercado de las obligaciones más baratas de la entidad de referencia. Emitir una cantidad limitada de bonos con condiciones notoriamente fuera de mercado servía para maximizar el beneficio que GSO recibiría de los contratos de CDS.³⁸

³⁷ *Ibid.* p. 4.

³⁸ *Id.* Este componente de la estrategia de GSO merecería un análisis propio. Aquí no se trata tanto de la manipulación del evento de crédito, sino de la manipulación de la liquidación mediante la cual se fija el pago que el vendedor deberá realizar al comprador. Este es un terreno también abonado al oportunismo, como puede verse en la reciente batalla por el concurso de Sears, en el que *tanto los compradores como los vendedores están peleándose por ver quién es capaz de manipular más la subasta de liquidación: vid.* Levine, M., “Hedge Funds Fight Over Sears Swaps. Also insider trading, merchant cash advance and farting Teslas”, *Bloomberg*, 20 de diciembre de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-12-20/hedge-funds-fight-over-sears-swaps>; última consulta 3/3/18).

A diferencia de otros casos, la operación de GSO y Hovnanian resultó extremadamente polémica. Uno de los vendedores de CDS, Solus Alternate Management LP, demandó a GSO y Hovnanian por manipulación del mercado, violación de deberes de información y daños extracontractuales (*tortious interference*), solicitando que se paralizase la operación como medida cautelar, aunque las medidas fueron desestimadas por el juez.³⁹ Después de intensas presiones de la CFTC,⁴⁰ GSO acabó llegando a un acuerdo extrajudicial con Solus y otros vendedores de CDS en el que renunciaba a realizar la operación a cambio de un pago en metálico. Por tanto, la conducta de GSO se ha visto recompensada con un beneficio, aunque este haya sido menor que el previsto.

En último lugar, durante los primeros meses de 2019 se ha producido una nueva operación polémica. Se trata del caso de Windstream, una sociedad estadounidense dedicada al negocio de telecomunicaciones que realizó una operación de *sale & lease-back* con una de sus filiales en el año 2015. El problema es que algunas obligaciones emitidas por Windstream contenían una prohibición expresa de hacer este tipo de operaciones sin el consentimiento de los acreedores, el cual la sociedad no recabó. Por tanto, los titulares de dichas obligaciones tenían derecho a declarar el vencimiento anticipado de la totalidad de la deuda, pero nunca llegaron a ejercitar tal derecho. Sin embargo, a finales de 2017 el *hedge fund* Aurelius Capital Management LP compró parte de estas obligaciones y demandó a Windstream por incumplimiento de los términos de la emisión, reclamando el pago inmediato del principal. A finales de febrero de 2018, el juez de primera instancia dio la razón a Aurelius y condenó a Windstream a pagar 310M\$ a Aurelius.⁴¹

Aunque podría criticarse la estrategia oportunista de Aurelius, hasta aquí todo parece entrar dentro del funcionamiento ordinario del mercado de crédito: se incumple uno de los pactos de la financiación, el acreedor demanda y se declara el vencimiento anticipado

³⁹ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* p. 4. La resolución sobre medidas cautelares es Solus Alt. Asset Mgmt. LP v. GSO Capital Partners L.P., No. 18 CV 232-LTS-BCM (SDNY January 29, 2018).

⁴⁰ Levine, M., “Companies Keep Buying Back Stock. Also Hovnanian, investment-banker licensing, HBO and Martin Shkreli”, *Bloomberg*, 9 de julio de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-07-09/companies-keep-buying-back-stock>; última consulta 4/3/19). La CFTC (Commodity Futures Trading Commission) es el organismo regulador de la mayor parte de derivados financieros en EEUU. Las presiones también vinieron de Goldman Sachs, que había vendido CDS a GSO: Natarajan, S., y Ahmed, N., “Blackstone’s Epic Swap Trade Intrudes on Friendly Lunch With Blankfein”, *Bloomberg*, 18 de abril de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-18/epic-blackstone-trade-intrudes-on-friendly-lunch-with-blankfein>; última consulta 4/3/19).

⁴¹ Indap, S., “Contentious legal ruling puts Windstream at risk of bankruptcy”, *Financial Times*, 17 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.ft.com/content/d1208cd0-3289-11e9-bd3a-8b2a211d90d5>; última consulta 3/3/19).

del crédito. El problema es que Aurelius no parece haber hecho necesariamente un buen negocio con la demanda: aunque Windstream había sido condenado a pagar el valor nominal de los bonos, estos cotizaban a 40 centavos el dólar *porque era probable que Windstream entrara en concurso a consecuencia de la condena*.⁴² De hecho, menos de diez días después de conocerse la sentencia, Windstream ha solicitado el concurso de acreedores.⁴³ Es decir, que Aurelius ha provocado directamente la insolvencia de una entidad hasta ahora saneada. Esto lleva a diversos analistas a suponer (aunque no está confirmado) que Aurelius ha comprado CDS sobre la deuda de Windstream y esta es la forma en que va a recuperar su inversión y obtener un beneficio.⁴⁴

3.2.3 Manipulación por parte del vendedor del CDS: McClatchy.

La última clase de casos se caracteriza por la intervención del vendedor de CDS en la probabilidad de que se produzca un evento de crédito. Por tanto, mientras que los casos anteriores se referían a eventos de crédito artificiales o manipulados, aquí lo que tenemos es que el evento de vuelve *más improbable*, lo cual genera un beneficio para los vendedores de CDS.⁴⁵ La versión más sencilla de esta estrategia, que no parece generar debate alguno en el mercado, consiste en refinanciar a las entidades que se encuentren al borde de la insolvencia. Si la cantidad que el vendedor tendría que pagar como consecuencia del evento de crédito fuese superior a la necesaria para refinanciar a la entidad de referencia, le convendrá en todo caso proporcionar esa refinanciación.

Una estrategia algo más artificiosa trata de conseguir lo que se denomina un *Succession Event* en la documentación contractual de ISDA. Ciertas cláusulas en los contratos ISDA establecen que, en el caso de que una nueva entidad se subroga en la posición de la entidad de referencia en más del 25% de sus obligaciones, el contrato de CDS se divide en dos: uno con la entidad de referencia inicial y otro con la entidad que se ha subrogado en la posición de esta, repartiendo el valor nocional a prorrata entre ambas. Los vendedores pueden aprovechar esta cláusula llegando a acuerdos con las entidades de

⁴² Levine, M., “Aurelius Wins Against Windstream”, *Bloomberg*, 19 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-02-19/aurelius-wins-against-windstream>; última consulta 3/3/19).

⁴³ Indap, S., “Windstream files for Ch 11, call for regulation of CDS market”, *Financial Times*, 25 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.ft.com/content/1e767d0c-3931-11e9-b856-5404d3811663>; última consulta 3/3/19).

⁴⁴ *Vid.* los artículos de prensa citados en las dos notas anteriores.

⁴⁵ Porque han vendido protección por primas relativamente altas y, al reducirse la probabilidad de un evento de crédito, se reducen las primas en el mercado. Esto permite a la entidad vendedora, si así lo desea, cerrar su posición y embolsarse un beneficio.

referencia para que desplacen parte de su endeudamiento a algunas filiales y dejen una estructura financiera más segura en la matriz. Esto debería reducir la probabilidad de que se produzca un evento de crédito y, por tanto, beneficiaría a los vendedores.⁴⁶

La estrategia más elaborada consiste en crear un “CDS huérfano” (*orphan CDS*). Al parecer, es posible evitar la aplicación de las cláusulas sobre *Succession Events* si no hay una subrogación en las obligaciones de la entidad de referencia, sino una mera amortización anticipada de las mismas. La idea sería la siguiente: una filial de la entidad de referencia emite obligaciones, traspasa los recursos obtenidos a la matriz, y la matriz amortiza la totalidad de sus obligaciones. De golpe, *se ha vuelto imposible la insolvencia de la entidad de referencia*. El contrato de CDS se ha vuelto huérfano en el sentido de que el vendedor está recibiendo primas a cambio de nada, porque ha desaparecido el riesgo de que se produzca un evento de crédito.⁴⁷ Chatham Asset Management trató de hacer precisamente esto con McClatchy Co., una editora de periódicos estadounidense, pero finalmente la operación se canceló después de que algunos de los compradores de CDS decidieran colaborar en una refinanciación de la compañía en términos favorables.⁴⁸

3.3 Efectos económicos de la manipulación

Entre los argumentos económicos en contra de la manipulación, se ha defendido que estas estrategias ponen en riesgo la integridad del mercado de CDS. Esto significa que el cálculo del valor intrínseco de estos instrumentos se vuelve difícil o casi imposible y que el oportunismo puede ahuyentar a los inversores.⁴⁹ Desde el lado contrario de la controversia se discuten estos efectos: por un lado, el riesgo de oportunismo sería perfectamente valorable y puede incorporarse a las primas de los CDS; por otro lado, las estrategias oportunistas *aumentarían la liquidez* del mercado, porque atraen a numerosos inversores especulativos.⁵⁰

⁴⁶ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* p. 6.

⁴⁷ Aunque excede de los objetivos de este trabajo, el análisis jurídico de estos CDS “huérfanos” es extremadamente interesante. Podría pensarse que hay un defecto en la causa del contrato, en tanto en cuanto la finalidad práctica del contrato, sea la cobertura o la especulación, es irrealizable, pero *no lo era en el momento de concluir* el contrato. En mi opinión, más que un defecto causal en origen, lo que habría aquí es una imposibilidad sobrevenida de cumplimiento de la condición o contingencia, imputable en este caso al obligado condicional, por lo que podría tenerse por cumplida la condición por efecto del art. 1119 CC.

⁴⁸ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* pp. 6-7.

⁴⁹ Si el comprador del CDS puede hacer todo lo posible por generar un evento de crédito y extraer valor de la otra parte, los vendedores no solo tienen que tener en cuenta la situación financiera de la entidad de referencia, sino que tienen que hacer elucidaciones acerca del comportamiento de su contraparte.

⁵⁰ Estos argumentos fueron, respectivamente, los planteados por Solus en su demanda contra GSO y Hovnanian por su operación, y las respuestas de GSO en el procedimiento mencionado. *Vid.* Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* pp. 5-6.

La respuesta a ambas cuestiones debe fundamentarse en un análisis económico basado en la evidencia empírica del mercado, lo cual queda obviamente fuera del ámbito de este trabajo. No obstante, sí podemos apuntar que la respuesta no ha de ser en todo caso A (las estrategias oportunistas destruyen el mercado) o B (las estrategias oportunistas hacen más eficiente el mercado), sino que dependerá *del grado de oportunismo y manipulación de que estemos hablando*. Así, una cierta permisividad con estrategias oportunistas probablemente atraiga a agentes al mercado y mejore la liquidez y la formación de precios en el mismo. Por ejemplo, que un vendedor pueda conceder financiación a una entidad de referencia o que un comprador pueda forzar el concurso de una entidad insolvente facilita la entrada de agentes que no quieren limitarse a una apuesta pasiva sobre la insolvencia de una entidad. No obstante, si las estrategias oportunistas se salen de lo razonable o, en otras palabras, de unos mínimos de lealtad para con las personas con quien se contrata, hay un riesgo considerable de que el mercado entre en una espiral destructiva.⁵¹

Para finalizar este apartado sobre consecuencias económicas de la manipulación, conviene analizar las posibles consecuencias sobre las entidades de referencia. Algunos analistas han señalado que las estrategias oportunistas tienden, sorprendentemente, a *beneficiar* a las entidades de referencia.⁵² En efecto, muchas de estas estrategias requieren, de una forma u otra, la colaboración de la entidad, y por ello tanto los compradores (como en Hovnanian o Codere) como los vendedores (como en McClatchy) tratan de seducirlas con paquetes de refinanciación con términos favorables.⁵³

No obstante, sigue habiendo casos en los que el oportunismo se lleva por delante a la entidad de referencia, como apuntan las tradicionales consideraciones acerca del riesgo

⁵¹ El término completo en inglés es *adverse selection death spiral*, y es un fenómeno típico de los mercados de seguros en el cual, si las aseguradoras no pueden discriminar a los clientes según su riesgo, los individuos con menor riesgo se van saliendo del mercado y tan solo van quedando los individuos con mayor riesgo, lo que a su vez lleva a las aseguradoras a aumentar los precios y a expulsar a más individuos del mercado. Para una discusión de estas espirales destructivas aplicada a los seguros médicos en EEUU, *vid.* Buchmueller, T. y DiNardo, J., “Did Community Rating Induce an Adverse Selection Death Spiral? Evidence from New York, Pennsylvania, and Connecticut,” *American Economic Review*, vol. 92, n. 1, 2002, pp. 280–294.

⁵² Levine, M., “Lending Money to Bet on Default. Also commodities insider trading, Tesla and lottery tickets”, *Bloomberg*, 24 de octubre de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-10-24/lending-money-to-bet-on-default>; última consulta 4/3/19).

⁵³ Levine, M., “Unicorns Leave the Enchanted Forest. Also CDS and BDCs”, *Bloomberg*, 12 de diciembre de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-12-12/unicorns-leave-the-enchanted-forest>; última consulta 4/3/19).

moral en los seguros.⁵⁴ En el caso de Aurelius podemos ver un ejemplo de la destrucción de valor que puede producirse si los tenedores de las obligaciones de las entidades de referencia no soportan los costes económicos de su actuación. Como comenta Levine, la teoría financiera moderna tiende a favorecer que los mercados financieros sean “completos”, es decir, que permitan desagregar cualquier conjunto de derechos en sus componentes esenciales y de esa forma permitan especular sobre cualquier estado futuro de la naturaleza.⁵⁵ No obstante, cuando el conjunto de derechos tradicionalmente asociados a la posición de acreedor se rompe, surge el problema de los “acreedores vacíos” (*empty creditors*): los acreedores tienen el poder de ejecutar la deuda y forzar el concurso del deudor, pero no tienen la exposición económica a la buena marcha de este, por lo que les da exactamente igual arruinarle si con ello consiguen recibir un beneficio de otra operación (el CDS).⁵⁶

3.4 Vías de respuesta

Como se ha podido ver al principio de esta sección, la definición de evento de crédito en los contratos estándar elaborados por ISDA es extremadamente objetiva. Por tanto, la literalidad del contrato no parece dejar lugar a dudas: aunque haya un impago voluntario o el comprador del CDS influya decisivamente sobre la entidad de referencia, hay un evento de crédito conforme a la letra de la definición y, por tanto, se debe producir el pago convenido. Frente a este argumento formalista, ¿qué vías le restan al vendedor de CDS para evitar que se produzca el resultado deseado por el comprador?

3.4.1 Regulación especial de los CDS

La sección 4 se dedica a determinar la naturaleza jurídica de los CDS para así poder esbozar su régimen jurídico. Debemos, en primer lugar, determinar si son subsumibles en

⁵⁴ El riesgo moral y la selección adversa, comentada en un párrafo anterior, son las dos consecuencias de la asimetría de información entre las partes en todo contrato de seguro. *Vid.* Veiga Copo, A., *Tratado del Contrato de Seguro. Tomo I*, 4ª ed., Aranzadi, Cizur Menor, 2016, p. 82 y ss.

⁵⁵ Levine, M., “Elon Musk Keeps Tweeting. Also Windstream and Merrill Lynch”, *Bloomberg*, 26 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-02-26/elon-musk-keeps-tweeting>; última consulta 3/3/19).

⁵⁶ ¿Por qué el acreedor estaría incentivado para provocar la insolvencia o el concurso del deudor? Si la cantidad cubierta por el CDS es idéntica al valor de las obligaciones de las que es titular, no habría incentivo (el acreedor es simplemente indiferente). El problema se produce cuando el acreedor tiene, por ejemplo, 100€ en obligaciones, pero ha comprado protección por 200€ en CDS: en este caso, el acreedor sale ganando si la sociedad deviene insolvente o entra en concurso. Para una síntesis del debate sobre los *empty creditors*, *vid.* Mengle, D., “The Empty Creditor Hypothesis”, *ISDA Research Notes*, 3 de noviembre, 2009 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1616739; última consulta 8/4/19). Para un modelo formalizado sobre el problema, *vid.* Bolton, P. y Oehmke, M., “Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem”, *Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 8, 2011, pp. 2617–2655.

alguna de las categorías de contratos nominados existentes, de forma que se les pueda aplicar su regulación especial. En particular, se analizará si son contratos de seguro. En segundo lugar, incluso si son contratos atípicos, puede resultar aplicable la regulación de instrumentos financieros, que también se aplica a otros contratos financieros atípicos y puede dar respuesta a los problemas de manipulación.

3.4.2 Teoría general de contratos y obligaciones: las obligaciones derivadas de la buena fe

Si resulta que los CDS son un contrato totalmente atípico y que su régimen jurídico guarda silencio absoluto sobre la cuestión de la manipulación de eventos de créditos, siempre nos queda el recurso al Derecho de obligaciones y contratos. Dentro de este, consideramos que la vía más intuitiva para exigir responsabilidad contractual a los que manipulen eventos de crédito es la buena fe, que impone obligaciones de lealtad en las relaciones contractuales civiles y mercantiles. Para ello, se analizará la existencia de una obligación de actuar de buena fe en las relaciones contractuales y se tratará de determinar en qué medida la manipulación vulnera dicha obligación.

3.4.3 Responsabilidad extracontractual de la entidad de referencia

Una tercera vía es la responsabilidad extracontractual. Como es sabido, el art. 1902 CC impone la obligación de reparar el daño causado de forma culposa a terceros. En los casos de manipulación, el perjudicado podría tratar de obtener resarcimiento de la entidad de referencia, la cual le causa un daño al incurrir en un evento de crédito de forma voluntaria. De hecho, en la demanda interpuesta por Solus contra GSO y Hovnanian, el argumento residual de la actora era precisamente la responsabilidad extracontractual o aquiliana de Hovnanian (en Derecho anglosajón, dicha responsabilidad se canaliza a través del ilícito civil de *tortious interference*).⁵⁷

No obstante, no vamos a analizar la responsabilidad extracontractual en este trabajo, por la complejidad de la cuestión y porque consideramos que los mecanismos de responsabilidad contractual son suficientes para resolver el problema jurídico. En cualquier caso, resultaría interesante realizar un estudio sobre las posibilidades de éxito de una reclamación por responsabilidad extracontractual en casos como los descritos *supra*.

⁵⁷ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* p. 5.

4 NATURALEZA JURÍDICA DE LOS CDS

4.1 Contrato de seguro

4.1.1 La definición de seguro

En nuestro Derecho, la Ley del Contrato de Seguro (en adelante, LCS) define el contrato de seguro como “aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas”.⁵⁸

En el Derecho del estado de Nueva York, la definición legal es la siguiente:

“Insurance contract” means any agreement or other transaction whereby one party, the “insurer,” is obligated to confer benefit of pecuniary value upon another party, the “insured” or “beneficiary,” dependent upon the happening of a fortuitous event in which the insured or beneficiary has, or is expected to have at the time of such happening, a material interest which will be adversely affected by the happening of such event.⁵⁹

En la doctrina científica podemos encontrar dos tendencias en la conceptualización del contrato de seguro. Por un lado, la tesis unitaria sostiene que hay un concepto único de contrato de seguro en el que este cumple un fin primordialmente indemnizatorio: se trata de resarcir el daño sufrido por el asegurado. Como puede verse, este concepto parece ser el adoptado por la norma neoyorquina. En cambio, la tesis dualista (a la que parece adscribirse nuestra LCS) sostiene que el concepto de seguro encierra dos contratos con finalidades diversas: por un lado, los seguros contra daños, en los que se cumple la finalidad indemnizatoria; por otro, los seguros de personas, que cumplen más bien un fin de ahorro o capitalización.⁶⁰ El eterno debate no tiene por qué afectar a nuestra discusión: los CDS, si fueran calificados como seguros, se encuentran firmemente en el campo de los seguros de daños, y en nada se asemejan a los de personas.

⁵⁸ Art. 1 de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro (LCS).

⁵⁹ New York Insurance Law, §1101(a)(1) (versión consolidada a 1/3/19, disponible en <http://public.leginfo.state.ny.us/lawssrch.cgi?NVLWO>; última consulta 8/4/19).

⁶⁰ Veiga Copo, *op. cit.* p. 118. Más adelante, Veiga Copo define el contrato de seguro como “contrato por el que una entidad aseguradora a cambio de una contraprestación dineraria se obliga a reparar, asistir o indemnizar a otra (asegurado) o a quien ésta ordene los daños sufridos por la verificación de un suceso o evento futuro e incierto acaecido dentro de los límites pactados” (p. 136).

4.1.2 ¿Son los CDS contratos de seguro?

La posición predominante en la doctrina anglosajona es que, a pesar de las similitudes, los CDS no son contratos de seguros.⁶¹ El origen de esta línea doctrinal se remonta a la llamada “opinión Potts”, un informe elaborado por un reputado letrado inglés para ISDA en 1997 en el que se argumenta que los CDS se diferencian de los seguros en dos aspectos fundamentales: 1) el pago no está condicionado a que el comprador sufra un daño o pérdida a consecuencia del evento de crédito (es decir, no rige el principio indemnizatorio); y 2) el contrato no busca proteger un interés asegurable del comprador (no se requiere su existencia).⁶² No obstante, no es más que una postura de un particular sin fuerza legal alguna, y su aceptación generalizada por parte de los integrantes del sector financiero no deja de responder a su propio interés (evitar la aplicación de la regulación sobre seguros), como bien señala Juurikkala.⁶³ Por tanto, debemos analizar los argumentos de Potts en detalle.

En lo que respecta al interés asegurable, parece claro que los contratos de CDS no exigen que el comprador sea titular de las obligaciones de la entidad de referencia o que tenga cualquier otro interés en esta. Podría argumentarse que en los CDS de cobertura sí hay un interés asegurable y, por tanto, se trata de contratos de seguro, pero lo cierto es que las partes desconocen la existencia de este interés (el contrato no exige que se informe al respecto).⁶⁴ Aquí la cuestión esencial es la siguiente: ¿la falta de interés asegurable excluye a los CDS del ámbito de aplicación material de las normas sobre contrato de seguro, o los convierte en contratos de seguros inválidos? En opinión de Juurikkala, se trata de lo segundo: “a fire insurance policy taken by an arsonist is not a *permitted non-*

⁶¹ Entre nosotros, *vid.* Galán López, *op. cit.* pp. 476-477. La profesora Galán entiende que los CDS no son seguros porque: 1) no hay, como tal, un bien tangible asegurado; 2) las posiciones de vendedor y comprador son intercambiables, de forma que no existen entidades que sistemáticamente adoptan la postura “larga” como las aseguradoras; 3) los vendedores no deben cumplir las normas de solvencia que regulan la actividad aseguradora; 4) los CDS no indemnizan al comprador por el daño efectivamente sufrido.

⁶² Juurikkala, *op. cit.* p. 101.

⁶³ *Id.* En las páginas siguientes, Juurikkala documenta de forma muy exhaustiva diversas críticas realizadas a la opinión Potts por otros juristas y algunos organismos reguladores. Nosotros nos centramos aquí en el debate de fondo.

⁶⁴ ¿Puede ser la causa del contrato la indemnización o el resarcimiento cuando las partes desconocen los motivos que llevan a contratar a la otra parte y el contrato no exige que se dé tal pérdida? Desde una concepción objetiva de la causa como la función económico-social del tipo contractual podría entenderse que sí, pero en mi opinión los CDS encierran dos funciones económicas distintas que se dan de forma simultánea: el resarcimiento y la especulación.

insurance contract (for want of subjective adverseness) but as an *invalid insurance contract* (for want of insurable interest)”.⁶⁵

Si Juurikkala está en lo cierto, delimitar el concepto de seguro se vuelve complicado. Si basta con una transferencia del riesgo de que se produzca una contingencia a cambio de un precio o prima, ¿qué diferencia a un seguro de cualquier derivado financiero u otro contrato aleatorio?⁶⁶ Tomemos el ejemplo de una opción *put* con liquidación en efectivo: el comprador del *put* paga una prima al vendedor, y a cambio este se obliga a pagarle la diferencia entre el precio de mercado del activo y un precio acordado entre las partes, de forma que el comprador se cubre el riesgo de que el valor del activo caiga por debajo de un nivel predefinido. De forma muy clara, el comprador está transmitiendo el riesgo de que el activo pierda valor al vendedor, y a cambio paga una prima. De hecho, se puede argumentar que los CDS no son más que opciones *put* sobre las obligaciones de referencia, con la particularidad de que se establece una contingencia en lugar de un precio de ejercicio.

Es más, la falta de interés asegurable puede apuntar a la *exogeneidad* del riesgo supuestamente asegurado en los CDS: es el propio contrato el que, con una finalidad especulativa, *crea* el riesgo o exposición económica a la entidad de referencia.⁶⁷ La exogeneidad del riesgo es precisamente lo que distingue a los contratos de juego y apuesta del seguro: “[a]n insurance contract becomes a wager when the insured has no legitimate interest to be protected against the happening of the event insured against”.⁶⁸ Aunque este último punto pueda ser discutible respecto de los CDS de cobertura, en los que hay un riesgo preexistente que las partes reasignan o transfieren mediante el contrato, es palmario que los CDS especulativos crean riesgos *ex novo* en lugar de transferirlos, y ello dificulta enormemente su calificación como seguros.

Por lo que respecta al principio indemnizatorio, se ha argumentado que, de hecho, los contratos de CDS sí pretenden indemnizar el daño causado por el evento de crédito. Se

⁶⁵ Juurikkala, *op. cit.* p. 110.

⁶⁶ Este fue el argumento de ISDA en un debate con una asociación de reguladores estatales de seguros en el año 2003: *vid.* Schwartz, *op. cit.* p. 187.

⁶⁷ Veiga Copo, *op. cit.* pp. 153-154.

⁶⁸ *Boillin-Harrison Co. v. Lewis & Co.*, 182 Tenn. 342, 359, 187 S.W.2d 17, 24 (1945), citado por Hazen, T.L., “Filling a Regulatory Gap: It Is Time To Regulate Over-the-Counter Derivatives”, *North Carolina Banking Institute*, vol. 13, n. 1, 2009, p. 125. Algo parecido expresa el juez Channell en *Prudential Insurance Co. v Commissioners of Inland Revenue* [1906] 2 KB 658: “[a] contract which would otherwise be a mere wager may become an insurance by reason of the assured having an interest in the subject matter, that is to say, the uncertain event which is prima facie adverse to the interest of the insured”; citado por Veiga Copo, *op. cit.* p. 105.

apunta que, a diferencia de los contratos de seguros de personas en los que se fija la indemnización *ex ante*, en el momento de contratar, en los CDS el pago se calcula *ex post* mediante una aproximación de la pérdida que han sufrido los tenedores de obligaciones de la entidad de referencia.⁶⁹ En mi opinión, estos argumentos no son convincentes. Aunque es cierto que la “indemnización” no está prefijada en el contrato, los CDS no exigen que el comprador haya sufrido una pérdida: no es ya que se produzca una situación de sobreseguro (el comprador posee 100€ y asegura por valor de 300€), sino que *el comprador puede no sufrir absolutamente ninguna pérdida por el evento de crédito* (pierde 0€, y tiene asegurado un valor de 300€). Además, el proceso de liquidación del CDS tan solo guarda semejanzas superficiales con el cálculo de una pérdida a indemnizar, en tanto en cuanto el pago se calcula sobre el valor de las obligaciones más baratas de la entidad de referencia. Adaptando la analogía realizada por Schwartz, esto equivale a asegurar un Ferrari y que la indemnización se calcule sobre el valor de un Seat en mal estado.⁷⁰

Por todo lo anterior, entiendo que hay divergencias suficientes en los derechos y obligaciones de las partes como para entender que los CDS no son seguros, aunque las consecuencias económicas de un contrato de CDS sean prácticamente idénticas a la de un contrato de seguro. En primer lugar, como se ha dicho, no hay interés asegurable en los CDS: las operaciones no están limitadas a partes que tengan un interés asegurable respecto de las obligaciones de la entidad de referencia, y, viceversa, las partes pueden elegir cualquier obligación de cualquier entidad de referencia como objeto del contrato, aunque ninguna de ellas tenga un interés económico sobre esta.⁷¹ En segundo lugar, el principio indemnizatorio no rige en los CDS, ya que el evento de crédito se produce aunque el comprador no sufra ningún daño o pérdida y la cantidad a pagar no depende en absoluto de la magnitud de la pérdida sufrida por este.⁷² Por último, hay diferencias menores en los mecanismos de liquidación y en la cesión del contrato, ya que esta es más fácil en los CDS que en los seguros.⁷³

⁶⁹ Juurikkala, *op. cit.* pp. 114-115.

⁷⁰ Schwartz, *op. cit.* p. 195.

⁷¹ *Ibid.* 189-191.

⁷² *Ibid.* pp. 192-195.

⁷³ *Ibid.* pp. 191-192 y 195-196. Es cierto, no obstante, que la novación del contrato requiere el consentimiento de ambas partes y que, por tanto, se puede discutir que haya diferencias con los seguros por esto. Pueden realizarse, eso sí, novaciones “sintéticas” mediante la realización de operaciones en sentido opuesto, aunque esto deja a la entidad expuesta al riesgo de contrapartida salvo que las operaciones se realicen a través de una cámara de compensación. *Vid.* Juurikkala, *op. cit.* p. 84.

Por si todo ello resultase poco convincente, la *Dodd-Frank Act* de 2010 no deja ningún lugar a dudas. Su sección 722(b) modifica la *Commodity Exchange Act* para introducir lo siguiente:

(h) REGULATION OF SWAPS AS INSURANCE UNDER STATE LAW.—

A swap—

“(1) shall not be considered to be insurance; and

“(2) may not be regulated as an insurance contract under the law of any State.”⁷⁴

Asimismo, su sección 767 establece lo propio para los *security-based swaps* (“[a] security-based swap may not be regulated as an insurance contract under any provision of State law”).⁷⁵ La diferencia entre ambas categorías será analizada en el próximo apartado; baste ahora con indicar que la totalidad de los contratos de CDS están incluidos en alguna de las dos categorías anteriores. Por tanto, *de lege lata* no es posible argumentar que los CDS son contratos de seguros en Estados Unidos.

4.2 Derivado financiero

4.2.1 ¿Son los CDS derivados financieros?

Los derivados financieros no son propiamente una tipología contractual, sino más bien un conjunto heterogéneo de contratos o productos financieros que comparten la característica de derivar su valor del precio de otro activo, denominado “subyacente”. En España, su regulación se ha canalizado mediante la figura de “instrumentos financieros”, que recoge a estos productos derivados junto con los más tradicionales valores negociables.⁷⁶ Por su parte, en Estados Unidos la práctica totalidad de los derivados financieros están regulados como *swaps* y sometidos a la supervisión de la CFTC o la SEC.⁷⁷

En la Unión Europea, la definición de “instrumento financiero” está contenida en el art. 4 de la Directiva 2014/65/UE, más conocida como MiFID II, aunque más que una definición se trata de una remisión a una lista de instrumentos financieros en su Anexo 1,

⁷⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, de 21 de julio de 2010 (Public Law No. 111-203, 124 Stat. 1376), s. 722(b).

⁷⁵ Dodd-Frank Act, s. 767 *in fine*.

⁷⁶ Sánchez-Calero Guilarte, J., “El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera” en Alonso Ledesma, C. y Alonso Ureba, A. (eds.), *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, Aranzadi, Cizur Menor, 2013, p. 41.

⁷⁷ Para un análisis en profundidad de la evolución histórica de la regulación de los derivados financieros en EEUU, *vid.* Stout, *op. cit.* pp. 11-22.

Sección C. Entre los instrumentos mencionados se encuentran los “[i]nstrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito”, expresión que parece referirse a los CDS.⁷⁸

En Estados Unidos, la sección 1(a)(47) de la *Commodity Exchange Act* de 1936 define de forma extraordinariamente amplia el concepto de *swap*, que incluye la práctica totalidad de los instrumentos que se conocen como derivados financieros. La ley incluye en la definición una enumeración de instrumentos entre los que se encuentran los CDS, sin confusión posible.⁷⁹ Ahora bien, no todos los CDS son meros *swaps*, sometidos a la normativa de derivados OTC y a la supervisión de la CFTC. La *Dodd-Frank Act* de 2010, siguiendo con la línea establecida por la *Commodity Futures Modernization Act* de 2000, dividió los *swaps* en dos grandes categorías: *security-based swaps*, que son *swaps* basados en un valor negociable o un índice de valores negociables, así como aquellos que dependen de la ocurrencia de un evento relativo a un emisor de valores negociables y que afecte a su condición financiera (claramente, es aquí donde entran los CDS en la definición);⁸⁰ y *non-security-based swaps* (o simplemente *swaps*), que son los restantes.⁸¹ Los primeros, los *securities-based swaps*, quedan incluidos en el concepto de *securities* (valores negociables), y por tanto quedan sometidos a la regulación de estos y a la supervisión de la SEC. Sea como fuere, todo CDS pertenece a una u otra categoría, aunque la gran mayoría serán *securities-based swaps*.

Por tanto, en términos generales podemos afirmar que los CDS son instrumentos financieros derivados y están sometidos a la regulación de estos, aunque con distintas especialidades según la jurisdicción.

4.2.2 Las consecuencias de la calificación de derivado financiero

En la Unión Europea, el Reglamento de Abuso de Mercado (en adelante, RAM) se aplica a los CDS aunque se trate de instrumentos OTC, no negociados en mercados regulados

⁷⁸ Anexo 1, Sección C de la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DOUE, L 173, 12 de junio de 2014). El art. 2 del texto refundido de la LMV, que transpone la citada directiva al ordenamiento español, vuelve a remitir a una lista contenida en el Anexo a la ley. En el Anexo se reproduce literalmente la expresión de MiFID II, sin mayor precisión.

⁷⁹ *Commodity Exchange Act*, de 15 de junio de 1936 (Public Law No. 75-675, 49 Stat. 1491), s. 1(a)(47).

⁸⁰ *Securities Exchange Act*, de 6 de junio de 1934 (Public Law No. 73-291, 48 Stat. 881), s. 3(a)(68).

⁸¹ Para una discusión en profundidad sobre las definiciones legales y su aplicación por los tribunales, *vid.* Molony, T.J., “Still Floating: Security-Based Swap Agreements after Dodd-Frank,” *Setton Hall Law Review*, vol. 42, 2012, pp. 953–1008.

ni en otros centros de negociación, por previsión expresa de su art. 2.⁸² A estos efectos, es irrelevante que la conducta de que se trate se haya realizado en un centro de negociación o fuera de él, dentro del territorio de la Unión o fuera de él.⁸³

La definición de manipulación de mercado está contenida en el art. 12.⁸⁴ Está claro que los dos últimos supuestos, que se refieren a la transmisión de información engañosa, no se dan en los casos de manipulación de eventos de crédito. En cuanto al supuesto de la letra a), veo complicado entender que las operaciones que estamos analizando estén transmitiendo una señal falsa o engañosa sobre el precio de los CDS o las obligaciones de la entidad de referencia, o que estén fijando su precio en un nivel anormal o artificial. Desde luego, la manipulación de eventos de crédito influye en los precios de los CDS y las obligaciones de la entidad de referencia, pero no los “fija”, y no hay nada de “artificial” en los precios resultantes: las operaciones alteran el valor intrínseco de esos

⁸² Reglamento (UE) n ° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DOUE, L 173, 12 de junio de 2014). El art. 2.1 RAM dice lo siguiente:

1. El presente Reglamento será de aplicación a lo siguiente:

- a) los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado;
- b) los instrumentos financieros negociados en un SMN, los admitidos a negociación en un SMN o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un SMN;
- c) los instrumentos financieros negociados en un SOC;
- d) los instrumentos financieros no comprendidos en las letras a), b) o c), cuyo precio o valor dependa de los instrumentos financieros mencionados en esas letras o tenga un efecto sobre el precio o el valor de los mismos, incluidos, aunque no de forma exclusiva, las permutas de riesgo de crédito y los contratos por diferencias.

“Permutas por riesgo de crédito” es la traducción de CDS utilizada en la versión en español de las normas de Derecho de la UE.

⁸³ Arts. 2.3 y 2.4 RAM.

⁸⁴ Art. 12.1 RAM:

1. A efectos del presente Reglamento, la manipulación de mercado incluirá las siguientes actividades:

- a) ejecutar una operación, dar una orden de negociación o cualquier otra conducta que:
 - i) transmita o pueda transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato de contado sobre materias primas relacionado con él, o bien
 - ii) fije o pueda fijar en un nivel anormal o artificial el precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato de contado sobre materias primas relacionado con ellos,a menos que la persona que hubiese efectuado la operación o dado la orden de negociación o realizado cualquier otra conducta demuestre que esa operación, orden o conducta se han efectuado por razones legítimas y de conformidad con una práctica de mercado aceptada con arreglo a lo dispuesto en el artículo 13;
- b) ejecutar una operación, dar una orden de negociación o cualquier otra actividad o conducta que afecte o pueda afectar, mediante mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio, al precio de uno o varios instrumentos financieros, de un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión;
- c) difundir información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o por cualquier otro medio, transmitiendo así o pudiendo transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero, de un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión, o pudiendo así fijar en un nivel anormal o artificial el precio de uno o varios instrumentos financieros, de un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión, incluida la difusión de rumores, cuando el autor de la difusión sepa o debiera saber que la información era falsa o engañosa;
- d) transmitir información falsa o engañosa o suministrar datos falsos en relación con un índice de referencia, cuando el autor de la transmisión o del suministro de datos supiera o debiera haber sabido que eran falsos o engañosos, o cualquier otra conducta que suponga una manipulación del cálculo de un índice de referencia.

instrumentos financieros porque inciden directamente sobre la probabilidad de que se produzca un evento en el mundo real, y los precios de mercado se ajustan sin necesidad de que intervenga la entidad manipuladora. Es más, si los eventos de crédito provocados en casos como Codere y Hovnanian son manipulación de mercado, también lo sería cualquier solicitud de concurso de un acreedor contra una entidad de referencia.

Si acaso, el supuesto de la letra b) proporciona el camino menos tortuoso para considerar que la manipulación de eventos de créditos es manipulación de mercado en el sentido del art. 12 RAM. Esta letra exige, simplemente, que la conducta pueda afectar al precio de mercado de un instrumento financiero (no que lo “fije” en un “nivel artificial”) y que se empleen “mecanismos ficticios” o “cualquier otra forma de engaño o artificio”. El significado de estos conceptos jurídicos indeterminados es, como poco, incierto, pero probablemente se podría entender que llegar acuerdos con las entidades de referencia para que impaguen sus deudas con el mero objetivo de generar un evento de crédito es un “artificio” o un “mecanismo ficticio” (en la medida en que se simula una insolvencia), aunque difícilmente un “engaño” (en ningún momento se falta a la verdad en estas operaciones). Sea como fuere, es complicado predecir el resultado de una acción por manipulación de mercado contra los compradores de CDS en España, máxime cuando el texto del Reglamento lleva apenas tres años de vigencia.⁸⁵

En Estados Unidos, la *Securities Exchange Act* de 1934 establece una prohibición de actuar de forma manipuladora o engañosa en conexión con la compra o venta de cualquier valor negociable.⁸⁶ Esta norma se aplica, en general, a los CDS referenciados a obligaciones que tengan la consideración de valores negociables (*securities*) o que tengan como entidad de referencia a un emisor de valores negociables, por tratarse de *security-based swaps* según la definición de la *Dodd-Frank Act*.⁸⁷ Por tanto, debemos analizar si

⁸⁵ El Reglamento comenzó a aplicarse el 3 de julio de 2016 (art. 39.1 MAR). La norma anterior, contenida en el art. 231 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, proscribía las acciones “que falseen la libre formación de los precios”, entendiéndose incluidas, en su letra b, las “[o]peraciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación”. En este texto, la insistencia en la “libre formación de precios” y en el “engaño o maquinación” nos hace pensar que no es aplicable a la manipulación de eventos de créditos, porque más que “falsear” los precios, se altera la realidad y son los precios los que libremente se ajustan para reflejar el nuevo valor intrínseco de los instrumentos financieros.

⁸⁶ Securities Exchange Act, s. 10(b):

SEC. 10. [78j] It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

[...]

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

⁸⁷ Véase el apartado 4.2.2 *supra*. La inmensa mayoría de los CDS pertenecen a esta categoría.

la manipulación de eventos de crédito consiste en una *manipulative or deceptive device or contrivance* (podríamos traducirlo como “estrategias o maquinaciones manipuladoras o engañosas”, lo cual guarda un cierto parecido con el tenor de la letra b del art. 12 RAM).

El problema principal con el que nos encontramos es que la norma reglamentaria dictada por la SEC en desarrollo de la sección 10(b) de la *Securities Exchange Act* parece exigir alguna clase de conducta engañosa o fraudulenta.⁸⁸ La mayor parte de los casos de manipulación perseguidos bajo la sección 10(b) consisten en la creación de señales de demanda o volumen allí donde no los hay, o la modificación artificial de precios de valores negociable mediante prácticas engañosas.⁸⁹ Lo cierto es que la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos incide en los elementos de fraude o estafa, por lo que debe trasladarse una información errónea al mercado que sea susceptible de engañar a los inversores.⁹⁰

En los casos de manipulación de eventos de crédito que estamos tratando, sin embargo, no hay propiamente una estafa o engaño de ningún tipo, como hemos comentado antes. No se manipula el volumen de negociación de un valor negociable u otro instrumento financiero, y los efectos en el precio de valores negociable o instrumentos financieros no pueden entenderse debidos a la transmisión de información engañosa al mercado.⁹¹ Los términos de los acuerdos de refinanciación son generalmente anunciados, y tanto las modificaciones en el precio de las obligaciones de la entidad de referencia como las del precio de los CDS (ambos son *securities* a estos efectos, como hemos comentado *supra*) reflejan un cambio en su valor intrínseco o fundamental. Por tanto, en mi opinión las prácticas de los compradores de CDS no constituyen manipulación de mercado conforme al Derecho estadounidense.⁹² Debemos buscar otra solución.

⁸⁸ SEC Rule 10b-5 (disponible en https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_110b_61; última consulta 10/3/19).

⁸⁹ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* p. 5.

⁹⁰ Fox, M. B., Glosten, L.R. y Rauterberg, G.V., “Stock Market Manipulation and Its Regulation” *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, n. 1, 2018, pp. 118-120.

⁹¹ Carruzzo, Zide y King, *op. cit.* p. 5.

⁹² Lo cierto es que los términos de la ley son lo suficientemente amplios como para permitir la conclusión contraria, pero la jurisprudencia ha entendido esos términos de forma bastante restrictiva, como se ha comentado. La CFTC mantiene una opinión distinta al respecto: *vid.* Shubber, K., “CFTC: deliberate defaults may be ‘market manipulation’”, *Financial Times*, 25 de abril de 2018 (disponible en <https://www.ft.com/content/c8ba3930-4822-11e8-8ee8-cae73aab7ccb>; última consulta 10/3/19).

4.3 Conclusión: la falta de respuesta del régimen jurídico a los problemas de manipulación de eventos de crédito

Como hemos podido comprobar, el régimen jurídico particular aplicable a los CDS no nos da una respuesta satisfactoria al problema de la manipulación de eventos de crédito. El Derecho de seguros contiene diversos principios que podrían servir para considerar ilícita la manipulación, pero su aplicabilidad a los CDS es muy discutible en el Derecho español e imposible en el Derecho estadounidense, por la exclusión contenida en la *Dodd-Frank Act*. Las normas de la UE y EEUU dejan claro que los CDS son instrumentos financieros derivados y que, por tanto, están sometidos en mayor o menor grado a la regulación de estos instrumentos y a la supervisión de diversos organismos.

No obstante, el único mecanismo que podría aplicarse a la manipulación de eventos de crédito es la normativa sobre abuso de mercado y manipulación de mercado, y es difícil entender que los casos que estamos tratando entran dentro de la definición legal de la figura. No estamos diciendo que la manipulación de eventos de crédito no pueda ser manipulación de mercado: el concepto es lo suficientemente elástico como para aplicarlo de forma extensiva a algunos casos, pero entiendo que sería necesario forzar algo los términos de la ley para ello. Por tanto, se hace necesario buscar una solución distinta para los casos de manipulación. En la siguiente sección se trata de analizar si dicha solución puede basarse en el Derecho común de obligaciones y, en particular, en la buena fe.

5 LAS OBLIGACIONES DERIVADAS DE LA BUENA FE EN LOS CONTRATOS DE CDS

5.1 La buena fe en Derecho español

La buena fe es un concepto que tiene una larga tradición en el Derecho español y en los restantes sistemas de Derecho continental. Podría decirse que se trata de un mecanismo de moralización del Derecho, esto es, un punto de contacto entre el sistema jurídico y la ética.⁹³ Frente a concepciones formalistas o positivistas del Derecho, la buena fe permite un cierto grado de flexibilidad al operador jurídico para introducir consideraciones de ética práctica en el ordenamiento, sin que ello signifique necesariamente dar carta de naturaleza a decisiones basadas en la pura equidad.⁹⁴

Se pueden distinguir dos conceptos o significados de la buena fe: por un lado, buena fe quiere decir “honradez subjetiva”, esto es, la creencia de que se está actuando de forma lícita; por otro lado, buena fe se refiere a un conjunto de normas objetivas de comportamiento en el tráfico jurídico. La buena fe subjetiva, que se encuentra predominantemente en el ámbito de los derechos reales, incluye aquellos casos en los que una persona ignora que está causando una lesión y aquellos en los que confía en una apariencia jurídica. En cambio, la buena fe objetiva se suele encontrar en el Derecho de obligaciones y significa “rectitud y honradez en los tratos y supone un criterio o una manera de proceder a la cual las partes deben atenerse en el desenvolvimiento de las relaciones jurídicas y en la celebración, interpretación de los contratos”.⁹⁵

La buena fe, tanto subjetiva como objetiva, se manifiesta de formas muy diversas formas en el ordenamiento jurídico español. En primer lugar, la buena fe es un principio general que inspira o informa todo el Derecho privado.⁹⁶ En segundo lugar, la buena fe actúa como límite a los derechos subjetivos, y ello se manifiesta en distintas figuras como el abuso de derecho o la prohibición de ir contra los actos propios.⁹⁷ En tercer lugar, la buena fe es un criterio interpretativo de los contratos.⁹⁸ Finalmente, la buena fe es, en expresión

⁹³ Díez-Picazo, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Volumen I*, Civitas, Navarra, 2007, p. 60.

⁹⁴ Wieacker, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1977, p. 28.

⁹⁵ Díez-Picazo, *op. cit.* pp. 60-61.

⁹⁶ Ferreira Rubio, D. M., *La buena fe. El principio general en el Derecho Civil*, Montecorvo, Madrid, 1984, pp. 171-187.

⁹⁷ *Ibid.* pp. 215-239.

⁹⁸ Díez-Picazo, *op. cit.* pp. 64-65.

de Díez-Picazo, una “fuente de creación de especiales deberes de conducta entre las partes”.⁹⁹ Es esta última función de la buena fe la que nos interesa en este trabajo.

Como es sabido, el art. 1258 CC establece que los contratos obligan “no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley”. Además, el art. 57 del Código de Comercio establece lo siguiente:

Los contratos de comercio se ejecutarán y cumplirán de buena fe, según los términos en que fueren hechos y redactados, sin tergiversar con interpretaciones arbitrarias el sentido recto, propio y usual de las palabras dichas o escritas, ni restringir los efectos que naturalmente se deriven del modo con que los contratantes hubieren explicado su voluntad y contraído sus obligaciones.

Está claro que ambos preceptos reservan una función integradora al principio de la buena fe y permiten imponer deberes a las partes aunque no se hayan previsto expresamente en el contrato, lo cual resulta sumamente relevante para nuestro caso. Aunque no exista una promesa expresa de actuar de una determinada manera, la lealtad y mutua confianza que las partes se deben entre sí les impone ciertas obligaciones que se incorporan al contenido del contrato. Se trata de la manifestación por excelencia de la buena fe objetiva: el estado mental de las partes es irrelevante, lo que cuenta es que su comportamiento se ajuste a un patrón de conducta que les impone obligaciones no pactadas expresamente.¹⁰⁰

Ahora bien, ¿es necesario que haya una laguna en la regulación contractual para que podamos proceder a integrar su contenido conforme a las exigencias de la buena fe? Numerosos autores argumentan que, junto con una integración meramente supletoria, cabe una integración correctora de la voluntad de las partes, como vía para alcanzar la equidad o justicia material.¹⁰¹ Aunque dicha postura, que propugna la aplicación de la buena fe contra el contenido expreso del contrato, pueda ser defendible en el ámbito de las condiciones generales de la contratación y los contratos con consumidores,¹⁰² entiendo que en relaciones entre comerciantes sofisticados debe seguir rigiendo el dogma de la

⁹⁹ *Ibid.* p. 63.

¹⁰⁰ De los Mozos, J. L., *El principio de la buena fe. Sus aplicaciones prácticas en el Derecho Civil Español*, Bosch, Barcelona, 1965, pp. 124-128. De los Mozos encuentra distintos matices en la redacción de los arts. 1258 CC y 57 C. de C., pero no nos parecen relevantes a los efectos de este trabajo.

¹⁰¹ Ferreira Rubio, *op. cit.* pp. 257-260.

¹⁰² De hecho, el control de abusividad de cláusulas en contratos con consumidores se fundamenta en la buena fe. Vid. art. 82 LGDCU.

libertad de pactos. Por tanto, los términos expresos del contrato son un límite a la posibilidad de integrar el contrato a partir de la buena fe.¹⁰³

Una vez hemos establecido la posibilidad de integrar las lagunas de los contratos mediante la imposición de deberes derivados de la buena fe, debemos preguntarnos por el contenido de estos deberes. ¿A qué obliga la buena fe? ¿Cuál es su contenido? En opinión de De los Mozos, es imposible formular un concepto general de la buena fe, y tan solo cabe darle contenido acudiendo a las numerosas aplicaciones del precepto en el Derecho positivo y la jurisprudencia.¹⁰⁴ Esto nos obligaría a acudir a los argumentos analógicos para aplicar el art. 1258 CC a un problema nuevo como el de la manipulación de eventos de crédito en contratos de CDS.

Una posible aplicación del principio de la buena fe que resulta relevante para nuestro caso es lo que podríamos llamar la “excepción de adquisición de un derecho de mala fe”. Siguiendo a Wieacker, el Derecho de obligaciones contiene normas que niegan el ejercicio de un derecho que ha sido adquirido por vías ilícitas o, cuando menos, contrarias al espíritu del contrato: “solamente la propia fidelidad jurídica puede exigir fidelidad jurídica”.¹⁰⁵ Un ejemplo muy pertinente es el siguiente: en el Derecho alemán, el párrafo 162 del BGB establece que, en las obligaciones condicionales, cuando el acreedor procura de mala fe que la condición se cumpla, esta se tiene por no cumplida.¹⁰⁶ Tristemente, en el Código Civil español no encontramos una norma similar, que sería directamente aplicable al caso que nos ocupa.¹⁰⁷ Sí contamos con una norma similar en la Ley del Contrato de Seguro (“[e]l asegurador estará obligado al pago de la prestación, salvo en el supuesto de que el siniestro haya sido causado por mala fe del asegurado”)¹⁰⁸, que podría tratar de introducirse en el contrato a través del art. 1258 CC. Baste ahora con la posibilidad de argumentar de esta forma analógica para determinar el contenido de los deberes de conducta impuestos por la buena fe; en el apartado 5.3 tendremos ocasión de discutir sobre el caso que nos ocupa.

Para el caso de que los deberes ya reconocidos legal o jurisprudencialmente no sean suficientes y la analogía no nos proporcione una respuesta a casos novedosos, Díez-

¹⁰³ De los Mozos, *op. cit.* p. 128.

¹⁰⁴ *Ibid.* p. 22.

¹⁰⁵ Wieacker, *op. cit.* p. 66.

¹⁰⁶ Párrafo 162, BGB.

¹⁰⁷ El art. 1119 CC tan solo establece la norma inversa: la condición se tendrá por cumplida si el deudor impidiere voluntariamente su cumplimiento.

¹⁰⁸ Art. 19 LCS.

Picazo da ciertas indicaciones generales acerca de la aplicación *ex novo* de la buena fe a las relaciones contractuales. En primer lugar, la exigencia de los deberes que se extraigan de la buena fe debe ser evidente o inequívoca para evitar la inseguridad jurídica. En segundo lugar, se ha de tener en cuenta la vinculación entre la buena fe y la confianza: si una de las partes *confía* en que la otra se comporte de una determinada manera en el desarrollo de su relación contractual y esta defrauda esa confianza, entonces tenemos una violación de la buena fe. Se trata de una confianza entendida en términos objetivos, relacionada con la creación de expectativas jurídicas razonables que son o deben ser conocidas por la otra parte.¹⁰⁹

5.2 La buena fe en Derecho estadounidense

La postura de los sistemas de *common law* frente a la buena fe ha sido tradicionalmente escéptica, hasta el punto de que incluso hoy en día en Inglaterra la buena fe no es fuente de obligaciones contractuales al modo del art. 1258 CC.¹¹⁰ Ciertamente, antes del siglo XX la buena fe era un criterio inspirador del Derecho privado anglosajón, pero tan solo se le reconocía un papel explícito en las cuestiones de adquisición de la propiedad (la doctrina de la llamada *good faith purchase*, que podemos reconducir a la buena fe subjetiva continental) y en algunas relaciones contractuales especiales, como los seguros y ciertas relaciones de confianza (*fiduciary relations*).¹¹¹

La evolución del Derecho privado en Estados Unidos, sin embargo, sí deparó la introducción de una obligación general de ejecutar de buena fe las obligaciones contractuales. En Nueva York, la sentencia del caso *Kirk La Shelle Co. v. Paul Armstrong Co.*¹¹² estableció que “in every contract there exists an implied covenant of good faith and fair dealing”, y dicho reconocimiento jurisprudencial cristalizó un cuarto de siglo más tarde en el *Uniform Commercial Code* (UCC): “[e]very contract or duty within [the Code] imposes an obligation of good faith in its performance or enforcement”.¹¹³ Por

¹⁰⁹ Díez-Picazo, *op. cit.* pp. 66-67.

¹¹⁰ Cabe argumentar, no obstante, que el Derecho inglés contiene mecanismos para resolver problemas análogos a los que responde el art. 1258 CC. Por ejemplo, existe la figura de los *implied terms* o “pactos implícitos”; *vid.* Mato Pacín, M.N., “El papel de la buena fe en el Derecho contractual inglés,” *InDret: Revista Para El Análisis Del Derecho*, vol. 2, 2018, pp- 1–53. No obstante, la jurisprudencia inglesa es bastante reticente a intervenir y ha desarrollado tests notablemente estrictos para aceptar que hay un pacto implícito: *vid.* Peel, E., *The Law of Contract*, Sweet & Maxwell, Londres, 2015, pp. 244-261.

¹¹¹ MacMahon, P., “Good Faith and Fair Dealing as an Underenforced Legal Norm”, *Minnesota Law Review*, vol. 99, n. 6, 2015, pp. 2058-2059.

¹¹² 188 N.E. 163 (N.Y. 1933).

¹¹³ MacMahon, P., *op. cit.* p. 2059. El *Uniform Commercial Code* es una codificación y modernización del Derecho Mercantil estadounidense elaborada por primera vez en 1952 y que ha sido incorporada al ordenamiento jurídico de los 50 estados mediante leyes de sus respectivas asambleas legislativas.

tanto, podemos afirmar que hoy en día existe una obligación implícita de actuar de buena fe en el cumplimiento y ejecución de los contratos en todo el territorio de Estados Unidos. Ahora bien, ¿qué significado tiene dicha obligación de *good faith and fair dealing*? La primera versión del UCC adoptaba una postura subjetivista muy restrictiva: la buena fe implicaba simplemente “honesty in fact”, es decir, falta de deshonestidad.¹¹⁴ No obstante, reformas posteriores al texto del Código incluyeron “observance of reasonable commercial standards of fair dealing” en la definición de buena fe, por lo que podemos decir que el Derecho estadounidense recoge un estándar de buena fe objetiva en el cumplimiento de todos los contratos de forma análoga al establecido en el art. 57 C. de C.¹¹⁵

No obstante, considerables discrepancias doctrinales surgen una vez intentamos avanzar más allá de una definición extremadamente abstracta de la buena fe. En lo que se ha venido en llamar “el debate Summers-Burton”, la doctrina americana ha discutido largamente si es posible formular un concepto de buena fe que vaya más allá de la vaguedad de la definición anterior (un concepto directamente aplicable por los tribunales), o si la buena fe simplemente se refiere a distintas cosas en casos distintos.¹¹⁶

En un célebre artículo publicado en 1968, el profesor Summers afirmó que no hay un concepto unitario de buena fe porque esta es un simple “excluder”: es una expresión sin significado propio cuya función es excluir distintas formas de mala fe.¹¹⁷ Es decir, que el intérprete no debe decidir qué significa la obligación de actuar de buena fe, sino que lo único que debe hacer es *excluir* una serie de comportamientos que indican mala fe. El significado concreto de “buena fe” dependerá de qué comportamiento estemos tratando de excluir: por ejemplo, si queremos excluir que una de las partes conscientemente no haga nada para mitigar los daños que está sufriendo la otra parte, “buena fe” querrá decir “diligencia”; en cambio, si queremos excluir que una parte ejercite su derecho a terminar

¹¹⁴ *Ibid.* pp. 2061-2062.

¹¹⁵ *Ibid.* p. 2064.

¹¹⁶ Barnett, R.A., “The Richness of Contract Theory,” *Michigan Law Review*, vol. 97, n. 6, 1999, pp. 1413-1416. Parece ser que el debate se debe a un choque entre concepciones más amplias del Derecho de contratos: por un lado, una aproximación más “realista” que se centra en la complejidad de la práctica mercantil; por otro, una aproximación más sistemática que trata de buscar teorías unificadoras, aun a riesgo de simplificar la realidad.

¹¹⁷ Summers, R.S., “‘Good Faith’ in General Contract Law and the Sales Provisions of the Uniform Commercial Code” *Virginia Law Review*, vol. 54, n. 2, 1968, p. 201.

el contrato de forma arbitraria y abusiva, “buena fe” querrá decir “de forma justificada”.¹¹⁸

Summers argumenta que los jueces deberían tener libertad para determinar qué excluye la obligación de actuar de buena fe en cada caso concreto, según sus circunstancias y sin quedar maniatados por una rígida definición legal.¹¹⁹ Su artículo identifica seis categorías de mala fe en el cumplimiento de las obligaciones contractuales, todas ellas reconocidas en la jurisprudencia estadounidense: 1) evasión del espíritu del acuerdo; 2) falta de diligencia y desidia; 3) cumplimiento parcial intencional; 4) abuso de la facultad de fijar el contenido del contrato; 5) abuso de la facultad de determinar si la otra parte ha cumplido; 6) interferencia o falta de cooperación en el cumplimiento de las obligaciones de la otra parte.¹²⁰

La postura de Summers es problemática cuando es necesario aplicar la obligación de actuar de buena fe a una situación a la que previamente no se han enfrentado los tribunales.¹²¹ Si no hay un concepto unitario de buena fe y nos encontramos con un caso inédito (como podría ser el de la manipulación de eventos de crédito en contratos de CDS), ¿qué hacemos? ¿Qué criterios podemos utilizar para distinguir una actuación legítima que respeta los términos del contrato de otra actuación que resulta contraria a la buena fe? Es en este momento cuando debemos prestar atención a las doctrinas que tratan de extraer un concepto unitario de buena fe de la miríada de circunstancias en la que esta se aplica.

El profesor Burton propone un modelo simplificado para determinar si una parte ha incurrido en mala fe al ejecutar el contrato. En ciertos casos, los términos explícitos de un contrato conceden una cierta discrecionalidad a una de las partes para cumplir el contrato: por ejemplo, en el momento de contratar, la cantidad en un contrato mercantil de suministro puede quedar parcialmente indeterminada.¹²² La discrecionalidad, en

¹¹⁸ *Ibid.* pp. 202-204. Summers procede a criticar algunas definiciones de “buena fe”, especialmente aquellas basadas en la primera redacción del UCC (que, recordemos, definía buena fe como “honesty in fact in the conduct or transaction concerned”). En su opinión, “general definitions of good faith either spiral into the Charybdis of vacuous generality or collide with the Scylla of restrictive specificity”.

¹¹⁹ *Ibid.* pp. 215-216.

¹²⁰ Barnett, *op. cit.* p. 1414.

¹²¹ El propio Summers lo reconoce así en un artículo posterior, pero argumenta que los argumentos analógicos deberían resultar suficientes para los jueces que se vean en dicha tesitura: *vid.* Summers, R.S., “The General Duty of Good Faith – Its Recognition and Conceptualization”, *Cornell Law Review*, vol. 67, n. 4, 1982, pp. 823-824.

¹²² Burton, S.J., “Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith”, *Harvard Law Review*, vol. 94, n. 2, 1980, pp. 380-381. Esta discreción no tiene por qué manifestarse en una facultad directa de alterar la cantidad, sino que pueden darse de forma indirecta: por ejemplo, una cláusula que fija

términos generales, puede referirse a cantidades, a precios, al tiempo o a algún elemento condicional en el contrato.¹²³ El problema, para Burton, es distinguir entre usos legítimos y legítimos de esa discrecionalidad: no basta con que una de las partes haya causado una disminución del beneficio esperado de la otra parte, precisamente *porque el contrato le daba una cierta libertad para decidir*.¹²⁴

Una forma de distinguir los usos legítimos (compatibles con la buena fe) de la discrecionalidad concedida en el contrato de los usos ilegítimos (que constituyen un incumplimiento contractual) es acudir a las expectativas razonables de las partes (*reasonable contemplation of the parties*). La idea es que tan solo son legítimos los ejercicios de discrecionalidad que respondan a motivaciones que hayan podido ser razonablemente previstas por las partes en el momento de contratar. Por tanto, para determinar si ha habido un incumplimiento contractual se debe responder a dos preguntas: 1) ¿cuál era el propósito de la parte que ha actuado discrecionalmente?; 2) ¿estaba ese propósito dentro de las expectativas razonables de las partes en el momento de contraer?¹²⁵

Burton, sin embargo, propone un test que considera más preciso y que se fundamenta en el concepto de “oportunidades a las que se ha renunciado” (*forgone opportunities*). En el momento en que se concluye un contrato, las partes están renunciando a aprovechar futuras oportunidades que se les planteen, constriñendo su libertad futura. Cuando el contrato concede discrecionalidad a una de las partes, lo determinante no son las expectativas de las partes respecto a los beneficios que esperan obtener del contrato, sino las oportunidades a las que las partes entienden que se renunció al contraer la obligación. Por tanto, las preguntas que se debe realizar el juez son: 1) ¿a qué oportunidades renunciaron las partes en el momento de contraer?; 2) ¿ha intentado una de las partes aprovechar una oportunidad a la que había renunciado?¹²⁶

En el siguiente subapartado tendremos ocasión de discutir si estos *tests*, que tienen un enfoque mucho más práctico que las teorías formuladas por la doctrina española, nos

la cantidad haciendo referencia a las necesidades de material del adquirente le concede, indudablemente, un cierto grado de discrecionalidad. En la doctrina española se habla de “derechos potestativos”; *vid.* Cañizares Laso, A., “Condición potestativa, cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes y derechos potestativos” *InDret: Revista Para El Análisis Del Derecho*, vol. 4, 2017 pp. 16-21.

¹²³ Burton, *op. cit.* pp. 381-383 y 395-403. Burton discute varios casos de cada una de estas categorías de discrecionalidad.

¹²⁴ *Ibid.* p. 385.

¹²⁵ *Ibid.* pp. 385-387.

¹²⁶ *Ibid.* pp. 387-391.

ayudan a distinguir los casos en los que las partes de un contrato de CDS lo ejecutan de mala fe.

5.3 Límites a la manipulación de eventos de crédito

En numerosas ocasiones, se contempla el mercado de derivados financieros como un lugar con unas reglas especiales de juego, en el que inversores muy sofisticados analizan los documentos contractuales de forma minuciosa hasta encontrar un resquicio a través del cual “ganarle” a la otra parte. Desde esta perspectiva, si un comprador de CDS ha encontrado una laguna en el contrato que le permite forzar un evento de crédito y conseguir un pago sustancial del vendedor, simplemente estaba cumpliendo con su obligación de obtener el máximo beneficio posible. La otra parte debe reconocer que ha sido vencido en buena lid, aplaudir la habilidad del contrario y tratar de ser más diligente la próxima vez.

Estamos en profundo desacuerdo con esta perspectiva, que ve relaciones mercantiles como meros juegos de niños en los que todo vale si con ello se gana. Cuando una parte se aprovecha de un vacío en la regulación contractual, lo que procede no es aplaudir su astucia, sino determinar si se ha comportado de forma desleal y ha vulnerado su obligación de cumplir el contrato de buena fe. Como decía el juez Cardozo en 1917:

The law has outgrown its primitive stage of formalism when the precise word was the sovereign talisman, and every slip was fatal. It takes a broader view today. A promise may be lacking, and yet the whole writing may be instinct with an obligation, imperfectly expressed.¹²⁷

Por tanto, debemos determinar si, al manipular o forzar un evento de crédito, los compradores de CDS están actuando de mala fe y, por tanto, están incumpliendo sus obligaciones contractuales. Para ello, partiremos primero del test más específico (el de Burton, sobre oportunidades a las que se ha renunciado), y después veremos si nuestras conclusiones se sostienen en tests más amplios (las expectativas razonables de las partes y las condiciones establecidas por Díez-Picazo).

Conforme al test de Burton, lo primero que tenemos que determinar es a qué oportunidades renunciaron las partes en el momento de contraer. En el Derecho anglosajón, la evaluación de las expectativas razonables de las partes es un test puramente objetivo: no se trata de determinar la opinión subjetiva de las partes contratantes, sino de analizar qué habrían esperado dos comerciantes razonables colocados en la situación de

¹²⁷ Feinman, J.M., “Good Faith and Reasonable Expectations”, *Arkansas Law Review*, vol. 67, n. 3, 2013, p. 540.

las partes en el momento de contraer.¹²⁸ Para realizar este test, debemos partir necesariamente de los pactos expresos incluidos en el contrato.

La sección relevante de las definiciones de ISDA tiene el siguiente tenor literal:

[E]ach party and its Affiliates and the Calculation Agent may deal in the Reference Obligation, each Obligation, each Deliverable Obligation and each Underlying Obligation and may, where permitted, accept deposits from, make loans or otherwise extend credit to, and generally engage in any kind of commercial or investment banking or other business with, the Reference Entity, any Underlying Obligor, any Affiliate of the Reference Entity or of the Underlying Obligor, or any other person or entity having obligations relating to the Reference Entity, any Underlying Obligor, or any Affiliate of the Reference Entity or of the Underlying Obligor, and may act (but is not obliged to act) with respect to such business in the same manner as each of them would if such Credit Derivative Transaction did not exist, regardless of whether any such action might have an adverse effect on the Reference Entity, any Underlying Obligor, any Affiliate of the Reference Entity or of the Underlying Obligor, or the position of the other party to such Credit Derivative Transaction or otherwise (including, without limitation, any action which might constitute or give rise to a Credit Event) [el énfasis es nuestro].¹²⁹

Como se puede observar, esta cláusula concede amplia libertad a ambas partes (vendedor y comprador) para negociar con la entidad de referencia. La discrecionalidad concedida a las partes se formula en términos tan amplios que incluye *cualquier acto que pueda causar un evento de crédito, sin límite*. Por tanto, parece que las partes han consentido a que la otra actúe conforme a sus propios intereses incluso si con ello daña sus expectativas de beneficio bajo el contrato. ¿Tiene alguna cabida aquí una obligación de no manipulación de los eventos de crédito derivada de la buena fe, cuando ello parece que contradice los términos literales del contrato?

En mi opinión, hay una frase que permite establecer un límite a la actuación de las partes: “[each Party] may act (...) with respect to such business in the same manner as each of them would if such Credit Derivative Transaction did not exist”. Es decir, que las partes pueden comportarse *como si no existiese el CDS*. A mi juicio, un comerciante razonable, colocado en la situación de las partes, entendería de forma justificada que las partes sí están renunciando a *aprovecharse de la existencia del contrato para realizar operaciones que no habría realizado de no existir este*. Una vez establecida esta renuncia, basta con

¹²⁸ En el Derecho anglosajón impera la llamada “teoría objetiva del contrato” (*objective theory of contract*), bajo la cual lo relevante en la interpretación de los contratos no es la voluntad subjetiva de las partes, sino la declaración objetiva o los actos externos que generan expectativas jurídicas en contrapartes que actúan de manera razonable. *Vid.* Perillo, J.M., “The Origins of the Objective Theory of Contract Formation and Interpretation”, *Fordham Law Review*, vol. 69, n. 2, 2000, pp. 427–477. Compárese esto con el art. 1281 CC, que establece la primacía de la voluntad de las partes sobre las palabras del contrato; *vid.* de Castro y Bravo, F., *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1985, pp. 82 y 87-89.

¹²⁹ CDD, Section 11.1.(b)(iii).

establecer que un comprador determinado ha actuado precisamente con la intención de aprovecharse de estas oportunidades creadas específicamente por el CDS.

Esta conclusión es compatible con otras teorías de la buena fe propuestas por autores anglosajones y con fundamento en la jurisprudencia. Bajo el estándar de las expectativas razonables de las partes, es legítima cualquier actuación por un motivo que podía ser previsto razonablemente por las partes en el momento de contraer.¹³⁰ Las partes, razonablemente, pueden prever que el comprador realice operaciones ordinarias con la entidad de referencia, e incluso pueden prever que este ejercite los derechos inherentes a la posición de acreedor. En cambio, cuando el comprador manipula el evento de crédito está actuando por un motivo que las partes no podían haber previsto: obtener un beneficio oportunista a costa de la otra parte. Al mismo resultado podríamos llegar si, siguiendo a Summers, aplicamos analógicamente los casos que aplican la buena fe como norma contra la evasión del “espíritu del acuerdo”.¹³¹ Podemos argumentar que el “espíritu del acuerdo” es respetar la libertad de las partes para actuar en los mercados financieros, y aprovechar dicha libertad para desvalijar a la otra parte va en contra de dicho espíritu.

Finalmente, incluso si consideramos que los argumentos analógicos no son convincentes, nuestra propuesta puede aplicarse directamente a partir del art. 1258 CC sin riesgo de caer en la arbitrariedad judicial, por dos razones. En primer lugar, se está interviniendo frente a casos especialmente graves que violan deberes de conducta esenciales: no manipular la realidad para aprovecharse de la redacción de un contrato en perjuicio de la otra parte. En segundo lugar, se está protegiendo la confianza legítima que el vendedor depositó en el comprador.

Veamos si esta solución permite llegar a conclusiones razonables al analizar las distintas conductas de un comprador de CDS.

Imaginemos una entidad A que compra protección (esto es, un CDS) a una entidad B sobre las obligaciones de una entidad X. A es titular de obligaciones de X, y por tanto ha adquirido el CDS para cubrirse en caso de un eventual evento de crédito. Posteriormente, X entra en dificultades financieras y A, ante la perspectiva de que su crédito sea impagado, solicita el concurso de X. Treinta días después de la solicitud, si no se sobresee el procedimiento, se puede entender producido un evento de crédito (en concreto, una

¹³⁰ Burton, *op. cit.* p. 386.

¹³¹ Summers, *op. cit.* pp. 234-235.

insolvencia o *Bankruptcy*).¹³² Parece claro que A ha provocado directamente el evento de crédito de X, pero ello parece estar dentro de la libertad que le permite el contrato de CDS porque se podría haber comportado de la misma forma si no existiese dicho contrato. Que una de las partes ejercite sus derechos como acreedor frente a X entra dentro de lo razonablemente previsible en el momento de contraer. Por tanto, la conducta de A es legítima y no supone un incumplimiento contractual.

En el extremo contrario de artificiosidad, pensemos en los hechos del caso de Hovnanian. A compra protección a una entidad B sobre las obligaciones de X. Después de contratar con B, A se dirige a X y le propone refinanciar su deuda en condiciones favorables. A cambio de esta refinanciación, A pide a X que realice un impago selectivo en alguna de sus obligaciones. X accede, impaga estas obligaciones y ello genera un evento de crédito bajo el contrato de CDS (*Failure to pay*). ¿Está B obligada a pagar la cantidad designada por el contrato de CDS? En nuestra opinión no lo está, porque la conducta de A supone un incumplimiento de los deberes de conducta impuestos por la buena fe. A no se ha limitado a actuar, respecto de X, como lo hubiera hecho en caso de no existir la operación de CDS, sino que ha actuado única y exclusivamente para beneficiarse de los términos de dicha operación. En ausencia del CDS, no tiene ningún sentido que A acuerde con X que este último realice un impago parcial de sus obligaciones. Por ello, entendemos que A está actuando de mala fe y ello legitima a B para resolver el contrato, como en cualquier otro incumplimiento en un contrato con obligaciones recíprocas (art. 1124 CC).

Parece que nuestro criterio lleva a conclusiones razonables en casos extremos, pero falta por ver si es capaz de fijar una línea clara entre los comportamientos manipuladores proscritos por la mala fe y los comportamientos legítimos amparados por la amplia libertad que concede el contrato a las partes. Pensemos, por ejemplo, en que A descubre, después de haber contratado el CDS, que X ha incumplido una cláusula contractual de una de sus obligaciones, y dicho incumplimiento legitima a los acreedores para exigir el vencimiento anticipado del crédito.¹³³ Si A compra obligaciones de X en el mercado y fuerza el vencimiento anticipado de la deuda, esto puede constituir un evento de crédito bajo el contrato de CDS (*Obligation acceleration*). ¿Es la conducta de A contraria a la buena fe?

¹³² Ver apartado 3.1.

¹³³ El lector notará que estamos tomando como referencia los hechos del caso Windstream, descrito en el apartado 3.1.1.

Para responder a esta cuestión, es importante recordar que, tal y como argumenta Burton, el test para determinar si la parte que ha ejercitado la discreción que le concede el contrato lo ha hecho de mala fe no es puramente objetivo, sino que tiene un componente subjetivo.¹³⁴ Por ejemplo, en la jurisprudencia estadounidense se han tratado diversos casos de arrendamientos comerciales en los que la renta a pagar se fijaba como un porcentaje de los ingresos que el arrendatario obtenía en dicho local comercial. En algunos casos, los arrendatarios abrieron establecimientos en locales cercanos; en otras, movieron parte del negocio a locales situados en el mismo edificio pero con una renta fija. En todos ellos, se reducían los ingresos del local y, por tanto, se reducía la renta. En general, los jueces norteamericanos tendían a respetar la libertad del arrendatario de organizar sus negocios, siempre que el único propósito de su conducta no fuese reducir la renta del contrato de la controversia; cuando ocurría esto último, se determinaba que el arrendatario había incumplido el contrato.¹³⁵

Aplicando esto a los CDS, un mismo acto externo del comprador (v.g., ejercitar su derecho a vencer anticipadamente el crédito) puede ser o no ser un incumplimiento del contrato dependiendo de su intención o motivación. Cuando el comprador actúe con la sola intención de obtener los beneficios del contrato de CDS, su actuación será contraria a la buena fe. Cuando la operación tenga una motivación comercial distinta o, como mínimo, concurrente a la de beneficiarse del CDS, podrá entenderse que se ha cumplido con el contrato de buena fe. Ahora bien, la prueba de los elementos subjetivos y de la intención de las partes será siempre difícil. En ausencia de prueba directa, deberá acudirse a indicios externos de dicha intención. En el supuesto que planteábamos, un indicio de que el ejercicio de la cláusula de vencimiento anticipado del crédito es contrario a la buena fe es *que la operación sea ruinosa en ausencia de una cobertura en forma de CDS*. Si el vencimiento anticipado convierte a X en insolvente (como sucedió en el caso Windstream) y genera una pérdida considerable a A, podemos inferir que la motivación de este era exclusivamente lucrarse del CDS.

¹³⁴ Burton, *op. cit.* p. 384. El autor lo expresa con las siguientes palabras:

That the dependent party does not receive anticipated benefits, however, is not dispositive. A party with discretion may withhold all benefits for good reasons. The cases therefore carry the inquiry further and establish that the state of mind of the discretion-exercising party is of central importance. The courts, mindful that good faith should not be used for judicial fiat, defer to a party who acts with no improper purpose.

¹³⁵ *Ibid.* p. 385.

5.4 Respuesta a posibles objeciones sobre la solución propuesta

5.4.1 *Contrario a la literalidad del contrato y a la libertad de pactos*

Se puede argumentar que el test constituye un ejercicio de arbitrariedad judicial que corrige los pactos libremente alcanzados por las partes. Si las partes hubiesen deseado protegerse frente a este tipo de conductas, lo habrían hecho. En cambio, el contrato permite una libertad amplísima a las partes en sus relaciones con la entidad de referencia, hasta el punto de que se autorizan expresamente los actos que perjudican a la otra parte en el contrato e incluso aquellos que causan directamente un evento de crédito. Siguiendo la regla del art. 1281 CC, *in claris non fit interpretatio*.

No obstante, creemos que nuestra solución es perfectamente defendible como una *integración* de una laguna contractual, no como una corrección de un pacto expreso. Aunque el texto de la cláusula parece dar libertad absoluta a las partes, ya hemos comentado que el sentido de la sección 11.1.(b)(iii) es no constreñir la libertad de actuación de las partes en los mercados financieros. Piénsese que los CDS son, en la mayoría de los casos, contratos entre inversores sofisticados y entidades financieras, y estos no desean vincularse mediante un contrato que le prohíba participar en el mercado o realizar operaciones con determinadas compañías. Esta cláusula, por tanto, *no se refiere a aquellas actuaciones que no estarían disponibles a las partes si no hubieran contratado un CDS*. Acudiendo a los criterios interpretativos del Derecho español, la intención evidente de las partes prevalece sobre las palabras aparentemente contrarias a esta (art. 1181 CC).¹³⁶ Bajo la teoría objetiva de la interpretación de los contratos del Derecho anglosajón, ningún comerciante razonable entendería que esa cláusula legitimaba a la otra parte a manipular la realidad de cualquier manera posible para obtener un beneficio bajo el contrato.

Una analogía puede ilustrar mejor nuestra argumentación. Piénsese en un contrato de opción *call*, por el que A obtiene el derecho a comprar maíz de B a un precio de 10€ por tonelada en plazo de seis meses. Está claro que A y B no desean vincularse por un acuerdo que les prohíba operar en el mercado de maíz durante los seis meses de duración del contrato, porque probablemente ambos quieran aprovechar oportunidades de negocio que

¹³⁶ Podría discutirse que sea *evidente* que la intención de las partes es contraria a una discrecionalidad absoluta, a la luz del texto de la cláusula. Nosotros entendemos que la intención de las partes sí es evidente. Admitir la absoluta libertad de las partes para manipular un evento de crédito en un CDS equivale a decir que las partes han acordado lo siguiente: “A pagará 10 a B, y B podrá exigir a A el pago de 1.000 en cualquier momento en que lo desee”.

les requerirían comprar o vender maíz en el mercado. Por tanto, ambos se permiten mutuamente un grado amplio de libertad o discrecionalidad para realizar actuaciones que pueden perfectamente alterar el beneficio que obtendrían en el contrato (modificando el precio de mercado del maíz). Ahora bien, si A, dos semanas antes del vencimiento del contrato, llega a un acuerdo con X, que es el mayor productor de maíz de la región, para que este *queme* toda su cosecha de maíz, aquí hay claramente una situación que no estaba contemplada dentro de la discrecionalidad que ambas partes se han concedido mutuamente. Que en los mercados de opciones y futuros sobre materias primas este problema se resuelva mediante la normativa sobre manipulación y abuso de mercado no quiere decir que esta conducta no constituya un incumplimiento contractual que dé lugar a responsabilidad bajo el propio contrato de opción.

Podemos plantear, además, ciertos argumentos de naturaleza económica a favor de nuestra postura. Los contratos no pueden regular la relación entre las partes en absolutamente todos los estados de la naturaleza. La existencia de costes significativos de transacción, que incluyen costes de recabar información antes de contratar, costes de negociación, costes de elaboración del contrato y el riesgo asumido en la relación, lleva a las partes a dejar los contratos “incompletos”, es decir, a no regular ciertas circunstancias porque el beneficio de hacerlo es menor que el coste adicional en que se incurre.¹³⁷ En estos casos, la integración del contrato por medio de la buena fe puede reducir los costes de contratar, en la medida en que incluye obligaciones de lealtad que las partes habrían querido incluir en el contrato si se hubieran detenido a hacerlo.¹³⁸ Además, se preserva la libertad contractual de las partes, porque siempre pueden excluir o limitar el juego de los deberes implícitos de conducta mediante cláusulas expresas de forma relativamente sencilla.¹³⁹

Además, algunos autores consideran que puede haber razones *estratégicas* para dejar incompleta la regulación contractual.¹⁴⁰ Así, si una de las partes en el contrato de CDS trata de incluir una cláusula que autorice expresamente la manipulación artificiosa de

¹³⁷ Ayres, I. y Gertner, R., “Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules”, *The Yale Law Journal*, vol. 99, n. 1, 1989, p. 93.

¹³⁸ Burton, *op. cit.* p. 393.

¹³⁹ Si la regla dispositiva (*default*) permite libertad absoluta a las partes y alguna de ellas no quiere dicha libertad, es necesario establecer una regulación exhaustiva de qué se prohíbe a las partes, y esto es muy gravoso para estas. En cambio, si se presume que las partes se han obligado a ejercitar su discrecionalidad conforme a la buena fe y estas quieren dejar claro que una determinada conducta es lícita, no tienen más que mencionar *una sola conducta en el contrato*. *Vid.* Burton, *op. cit.* p. 384.

¹⁴⁰ Ayres y Gertner, *op. cit.* p. 94.

eventos de crédito con el solo propósito de conseguir obtener un beneficio del contrato, estaría revelando a la otra parte que tiene la intención de comportarse de esa forma, o que al menos es la clase de contraparte que no tiene reparos en actuar de forma desleal si ello le reporta un beneficio. Por tanto, a esta parte le conviene dejar la regulación contractual indefinida o incompleta, porque así evita ahuyentar a posibles contrapartes prudentes o evita pagar un mayor precio por el contrato. En estos casos, se puede argumentar que la regulación contractual debe integrarse de tal forma que resulte *perjudicada* la parte que se está comportando de forma oportunista, para obligarle a revelar sus propósitos a la otra parte si desea contratar bajo sus condiciones.¹⁴¹

5.4.2 *Inseguridad jurídica*

Se puede argumentar que la solución propuesta introduce elementos subjetivos en un contrato que las partes han querido dejar enteramente sujeto a elementos objetivos, y por tanto genera inseguridad jurídica. Determinar si la conducta del comprador es contraria a la buena fe requiere, como hemos propuesto *supra*, analizar la intención o los motivos de su actuación. Salvo en aquellos casos en los que la conducta sea tan irrazonable que sea indudable que el comprador estaba tratando de aprovecharse de oportunidades de negocio a las que había renunciado (como, por ejemplo, en Hovnanian), cualquier evento de crédito en el que el comprador del CDS haya intervenido se tornará litigioso y requerirá considerables esfuerzos de las partes para probar los propósitos internos de su actuación.

Esta objeción responde a la tradicional búsqueda de un contrato mercantil absolutamente seguro, cuya ejecución no dependa de las partes o del juicio de un tercero sobre elementos subjetivos. De hecho, estos elementos están muy en boga en la actualidad, con todo el entusiasmo que rodea a los *smart contracts*: contratos que se ejecutan automáticamente sin intervención de la voluntad de las partes y sin posible arbitrariedad o subjetividad en su interpretación.¹⁴² La ventaja de la objetividad y el automatismo es que la confianza recíproca entre las partes pierde importancia: se puede contratar de forma prácticamente anónima, sin tener en cuenta los motivos o características de la otra parte.¹⁴³ En cambio, la objetividad genera un problema de inflexibilidad o rigidez.

¹⁴¹ *Ibid.* p. 94.

¹⁴² Sklaroff, J.M., “Smart Contracts and the Cost of Inflexibility”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 166, 2018, p. 267.

¹⁴³ *Ibid.* p. 279. En la jerga, esto se conoce como *trustless transactions*.

Como comentábamos *supra*, las partes en el contrato de CDS no pueden definir *a priori* todos los posibles estados de la naturaleza en los que se va a desenvolver la relación contractual: es imposible predecir todas las posibles circunstancias que pueden afectar al cumplimiento, y las posibles conductas de las partes son demasiado complejas como para modelizarlas mediante condiciones puramente objetivas.¹⁴⁴ Es precisamente por esto por lo que el Derecho privado acude a conceptos jurídicos indeterminados como la buena fe, para corregir las insuficiencias de la asignación contractual de riesgos y responsabilidades. En mi opinión, los elementos subjetivos como la intención de las partes son necesarios para determinar si su actuación ha sido legítima, y su aplicación no tiene por qué crear más inseguridad jurídica que la inherente a la complejidad de la realidad que subyace al contrato. Es más, una interpretación absolutamente objetiva y apegada a la literalidad de los documentos contractuales puede generar *más inseguridad jurídica*, en la medida en que una de las partes esté a merced del oportunismo de la otra.¹⁴⁵

5.4.3 Asimetría entre el comprador y el vendedor

En último lugar, puede argumentarse que hay una asimetría entre las exigencias que la buena fe impone al comprador y las que impone al vendedor. Hasta ahora, este trabajo se ha centrado en la conducta del comprador, pero ¿qué ocurre cuando es el vendedor el que *reduce* de forma artificiosa la probabilidad de que se produzca un evento de crédito? De alguna forma, parece menos grave que un vendedor refinance a una entidad de referencia que se encuentra al borde de la insolvencia, y no parece haber diferencias sustanciales entre esa actuación y la del comprador que fuerza un evento de crédito.

En mi opinión, la conducta del vendedor puede sin problemas someterse a los mismos deberes que la del comprador. De hecho, la base normativa para imponer al vendedor el deber de no impedir el evento de crédito es más fuerte, al menos en Derecho español: “[s]e tendrá por cumplida la condición cuando el obligado impidiese voluntariamente su cumplimiento” (art. 1119 CC). Los casos más extremos de creación de CDS huérfanos parecen no ofrecer dudas a este respecto, aunque de nuevo tendremos problemas a la hora de distinguir actuaciones de mala fe del vendedor cuando se trate de operaciones aparentemente razonables y habituales en el tráfico (por ejemplo, refinar a la entidad

¹⁴⁴ *Ibid.* pp. 279-280.

¹⁴⁵ *Ibid.* p. 282. Sklaroff distingue aquí entre costes *ex ante*, derivados de la negociación y redacción de los términos del contrato, y costes *ex post*, derivados de los potenciales litigios sobre el contrato. Redactar los términos de forma muy precisa puede reducir los incentivos de las partes para litigar *ex post*, pero aumenta el riesgo de que alguna de las partes se aproveche de alguna laguna en la regulación.

de referencia).¹⁴⁶ En cualquier caso, podemos acudir al mismo estándar: si su única motivación es obtener un beneficio bajo el CDS, deberá considerarse que ha actuado de mala fe.

¹⁴⁶ ¿No resulta contraintuitivo prohibir al vendedor refinanciar a la entidad de referencia, aunque solo sea para evitar el evento de crédito? En cierto modo, sería el equivalente a prohibir a una aseguradora que instale diques para evitar las inundaciones cuyo riesgo ha asumido. No obstante, debemos recordar que el contrato de CDS encierra dos funciones económicas distintas: el aseguramiento o transmisión de riesgos y la especulación. Mientras que en un contrato de cobertura al comprador le resulta indiferente si el vendedor paga o impide el evento de crédito, en los contratos especulativos (la mayoría) las partes probablemente prefieran una cierta pasividad, como si de una apuesta se tratara.

6 SOLUCIONES A LA MANIPULACIÓN DE EVENTOS DE CRÉDITO

6.1 Esperar a que la controversia llegue a los tribunales

Si nuestra argumentación acerca de los deberes implícitos de conducta, desarrollada en la sección anterior, es correcta, ¿por qué es necesario intervenir de alguna forma para corregir el problema de la manipulación de eventos de crédito? Basta con que se plantee un litigio sobre una de estas operaciones y algún órgano jurisdiccional tenga la oportunidad de pronunciarse. Una vez se haya establecido el precedente, la manipulación desaparecería del mercado. Hay dos problemas principales con esta línea de argumentación: sobreestima la probabilidad de éxito de nuestro argumento; y sobreestima la probabilidad de que algún asunto llegue a decidirse en un procedimiento judicial.

En primer lugar, está sobreestimando la probabilidad de éxito porque los jueces estadounidenses emplean de forma muy restrictiva la obligación de cumplir y ejecutar los contratos de buena fe. Se ha llegado a decir que la buena fe es una norma legal que no se hace cumplir en toda su extensión (*underenforced legal norm*), al menos en el *common law* norteamericano.¹⁴⁷ Podemos identificar cuatro grandes mecanismos que distancian la aplicación real de la buena fe de su función teórica: se muestra una cierta deferencia a las partes, de forma que su conducta debe ser totalmente arbitraria para que el juez intervenga; se incide en los requisitos subjetivos, de forma que hay que acreditar que la parte incumplidora actuó por motivos ilegítimos; se presume la buena fe de la partes en tanto no se pruebe lo contrario de forma concluyente; y se aplican preferentemente otras normas con contenido menos vago.¹⁴⁸ Por tanto, debemos ser cautos respecto a la probabilidad de éxito, máxime cuando se trata de un caso novedoso que no tiene una analogía clara con ninguno de los supuestos resueltos por la jurisprudencia. De hecho, la vulneración de la obligación de cumplir el contrato de buena fe no fue alegada en ningún momento por Solus en su demanda contra GSO y Hovnanian, lo cual nos indica que los letrados de la entidad veían muy difícil triunfar por esta vía.

En segundo lugar, está sobreestimando la probabilidad de que alguno de estos asuntos llegue a decidirse en un procedimiento judicial porque, estructuralmente, muy pocas disputas sobre derivados OTC acaban en los tribunales.¹⁴⁹ Hay varias razones que

¹⁴⁷ MacMahon, *op. cit.* p. 2052.

¹⁴⁸ *Ibid.* pp. 2067-2073.

¹⁴⁹ “The vast majority of cases settle before trial in most areas of law, but the derivatives area is striking for the near total absence of judicial opinions and decided cases on important issues”. Juurikkala, *op. cit.* p. 79.

justifican la falta de jurisprudencia sobre la materia. En primer lugar, la documentación estandarizada de ISDA favorece mecanismos extra-judiciales de resolución de conflictos. En segundo lugar, las instituciones financieras prefieren sistemáticamente llegar a acuerdos transaccionales entre sí, evitando así la incertidumbre de las decisiones judiciales. Por último, se ha dicho que hay muy pocos letrados con conocimiento sobre derivados de crédito, y los pocos que existen tienen numerosas relaciones contractuales con los bancos, de forma que declaran tener conflictos de interés cuando cualquier otro inversor trata de contratarlos para entablar una demanda.¹⁵⁰

Por todo lo anterior, conviene intervenir para asegurar que se evitan los casos de manipulación de crédito en el mercado. En los próximos apartados se plantean dos vías: la convencional y la regulatoria.

6.2 Soluciones convencionales: modificaciones de los contratos ISDA

Recientemente se ha propuesto una modificación de las ISDA Credit Derivatives Definitions para resolver el problema de lo que ISDA llama “*narrowly tailored credit events*” (NTCE), y que nosotros hemos llamado manipulación de eventos de crédito.¹⁵¹ La propuesta de ISDA se centra en redefinir uno de los supuestos de eventos de crédito: el impago o *Failure to Pay*, que era el que más se prestaba a manipulación. Para evitarlo, la definición de *Failure to Pay* se modifica para que no exista impago cuando el mismo no derive directa o indirectamente de un deterioro en la condición financiera de la entidad de referencia.¹⁵²

Como bien apunta Levine, el problema es que esta modificación tan solo afecta a un pequeño número de casos de manipulación, como Codere o Hovnanian.¹⁵³ En cambio, no quedan cubiertas las estrategias oportunistas de los vendedores, ya sea refinanciando para evitar el evento de crédito o creando un CDS huérfano; tampoco quedan cubiertos los

¹⁵⁰ *Ibid.* p. 81-82.

¹⁵¹ Boston, C., “Wall Street Wants to Reform CDS. Here's Why That'll Be Tough”, *Bloomberg*, 7 de marzo de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-06/wall-street-wants-to-reform-cds-here-s-why-that-ll-be-tough>; última consulta 9/3/19).

¹⁵² El texto de la modificación es el siguiente:

If “Credit Deterioration Requirement” is specified as applicable in the related Confirmation, then, notwithstanding the foregoing, it shall not constitute a Failure to Pay if such failure does not directly or indirectly either result from, or result in, a deterioration in the creditworthiness or financial condition of the Reference Entity. *Vid.* ISDA, “Proposed Amendments to the 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions Relating to Narrowly Tailored Credit Events”, 6 de marzo de 2019, p. 4 (disponible en <https://www.isda.org/a/nyKME/20190306-NTCE-consultation-doc-complete.pdf>; última consulta 9/3/19).

¹⁵³ Levine, M., “Be Careful Wearing Jeans at Goldman. Also CDS triggers and securities fraud”, *Bloomberg*, 6 de marzo de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-06/be-careful-wearing-jeans-at-goldman>; última consulta 9/3/19).

casos como el de Windstream, en el que un inversor fuerza el concurso de la compañía para beneficiarse del CDS. Además, el estándar elegido por ISDA (“deterioro en la condición financiera”) es ambiguo y puede dejar espacio para que los manipuladores actúen; a fin de cuentas, tanto en Hovnanian como en Codere el impago se derivaba de una situación financiera complicada.

No obstante, aquí ISDA argumenta *a favor* de la subjetividad y la incertidumbre. Como la causa del impago no es observable de forma directa y requiere una inferencia por parte del operador jurídico, las partes contratantes no pueden contar con que el evento de crédito se va a producir de forma automática con el impago. Esta incertidumbre reduce el beneficio esperado de cualquier manipulación y, por tanto, reduce el incentivo a realizarla.¹⁵⁴ Precisamente, este argumento favorece la solución propuesta en este trabajo (véase la sección 5).

Sin embargo, se puede argumentar que la mera modificación puntual del contrato para corregir casos individuales no ataca el problema generalizado de oportunismo y deslealtad en el mercado de CDS. Para ello, nuestra solución fundada en la buena fe se muestra mucho más flexible y adaptable a las muy diversas formas en que puede manifestarse dicho oportunismo. Por tanto, debemos mostrarnos escépticos ante la posibilidad de acabar con los problemas por esta vía. Levine expresa este escepticismo de forma muy aguda:

And here we are again. But each time we're here, it is for a slightly different reason: There are artificially manufactured defaults and artificially avoided defaults and artificially underpriced bonds and artificially overpriced bonds and artificially orphaned CDS and artificially un-orphaned CDS and whatever is going on with Sears. It seems improbable that the model here is really “there is something wrong with CDS and here is how to fix it.” More probably, the model is “insuring against credit default is a complicated business with lots of unpredictable and negotiable outcomes and a lot of money on the line, and so it attracts a lot of smart people with good lawyers who read the documents carefully and come up with clever ways to get surprising results.” Changing the documents to close the current set of loopholes might just give a new advantage to the cleverest document-readers, who will be fastest to spot the new set of loopholes.¹⁵⁵

En cierto modo, esto no es un fenómeno único. El Derecho siempre nace viejo, y el mercado de CDS no es una excepción. Quizá una labor activa y vigilante por parte de ISDA, modificando las definiciones cada vez que se haga necesario por la aparición de

¹⁵⁴ ISDA, “Proposed Amendments to the 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions Relating to Narrowly Tailored Credit Events” cit. p. 1.

¹⁵⁵ Levine, M., “Hedge Funds Fight Over Sears Swaps. Also insider trading, merchant cash advance and farting Teslas”, cit.

nuevos casos de oportunismo y manipulación, sea suficiente para que el mercado se mantenga. No obstante, en mi opinión, el reconocimiento de que los mercados financieros no son submundos en los que no aplican los principios generales del Derecho y que, por tanto, las partes se deben recíprocamente actuar de buena fe facilitaría enormemente esta labor.

6.3 Intervención regulatoria

Tradicionalmente, las voces que han pretendido regular el mercado de CDS lo han hecho por motivos distintos al de la manipulación de eventos de crédito. Se ha percibido que la especulación sobre la situación financiera de los emisores de obligaciones es equivalente a apostar y beneficiarse de tragedias ajenas, y que el rechazo moral que ello genera justifica la intervención regulatoria en el mercado.¹⁵⁶ Además, no se entiende que tres actividades que son muy parecidas entre sí, como los seguros, los derivados financieros y el juego, tengan tres regulaciones totalmente diversas y con inspiración opuesta.¹⁵⁷ Desde muchos sectores se ha llegado a pedir la prohibición total de los CDS especulativos, por ser totalmente indistinguibles de apuestas, no tener beneficios sustanciales para la economía y aumentar el riesgo sistémico en las crisis financieras.¹⁵⁸

Aunque el debate sobre la utilidad de los usos especulativos de los derivados financieros es apasionante, este trabajo no pretende dar una solución a los problemas causados por la especulación. Se trata de resolver un problema puramente contractual: la relación entre las partes de CDS y la legitimidad de conductas oportunistas en el marco del contrato. Aunque la implementación de las propuestas que piden la prohibición de los CDS especulativos conllevaría necesariamente el fin de la manipulación de eventos de crédito, hay otras reformas que podrían resolver el problema sin necesidad de destruir el mercado.¹⁵⁹ En mi opinión, hay dos posibles vías de reforma.

La primera vía consistiría en introducir una regulación dispositiva de los contratos de CDS, como la prevista en los Códigos Civil y de Comercio para otros contratos. Esta

¹⁵⁶ Hazen, “Filling a Regulatory Gap: It Is Time To Regulate Over-the-Counter Derivatives” cit. pp. 130-131. Hazen compara los CDS con unos “futuros de terrorismo” propuestos por el Pentágono en 2003. Se trataba de derivados financieros que arrojaban beneficios si se producía un acto de terrorismo y que, por tanto, permitían apostar sobre ello.

¹⁵⁷ Hazen analiza extensamente las divergencias entre los tres sistemas en el siguiente trabajo: Hazen, T.L., “Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance”, *Annual Review of Banking & Financial Law*, vol. 24, 2005, pp. 375-441.

¹⁵⁸ Por todos, Posner y Weyl, *op. cit.* pp. 1332-1334.

¹⁵⁹ El mismo efecto tendría calificar todos los CDS como contratos de seguro: la falta de interés asegurable en los CDS especulativos llevaría necesariamente a considerarlos inválidos y no eficaces.

regulación dispositiva convertiría a los CDS en contratos típicos, y entre los principios que debería incluir esta regulación se encuentra la ejecución de buena fe del contrato y la no manipulación de los eventos de crédito conforme al estándar propuesto en la sección 5 de este trabajo. Es decir, que, salvo pacto en contrario de las partes, quedaría prohibida cualquier actuación o conducta de las partes que estuviere dirigida a causar un evento de crédito, siempre que el único propósito de dicha actuación fuese la obtención de un beneficio bajo el contrato de CDS. Para evitar que el requisito de buena fe se extienda más allá de lo razonable, se puede incluir una presunción (incluso *iuris et de iure*) de que en las operaciones generalmente realizadas en los mercados de crédito (ejecuciones de deuda, solicitudes de concurso) no concurre mala fe.

La segunda alternativa consiste en modificar las normas sobre abuso y manipulación de mercado, que ya se aplican a la mayor parte de CDS en la UE y EEUU, para incluir los supuestos de manipulación de eventos de crédito. Dicha modificación podría hacerse incluso por vía reglamentaria, a través de la potestad normativa de los organismos reguladores como la CNMV y la SEC.¹⁶⁰ Dentro de la filosofía de esta regulación, muy cercana al Derecho Administrativo, casa mejor una enumeración exhaustiva de los casos que se consideran manipulación de mercado que el concepto jurídico indeterminado propuesto en el párrafo anterior. Por tanto, esta opción se asemeja bastante a la modificación de los documentos contractuales de ISDA, en tanto en cuanto sería necesario actualizar frecuentemente las normas para incluir nuevos supuestos de manipulación que surjan en el mercado. Una ventaja añadida de esta opción es que permitiría aprovechar la potestad sancionadora de los organismos reguladores del mercado, con el consiguiente desincentivo para la conducta. En cambio, las restantes vías se limitan a los mecanismos propios de la responsabilidad contractual, que podrían resultar insuficientes para prevenir la manipulación de eventos de crédito.

¹⁶⁰ Dejamos a un lado la cuestión de si la habilitación legal permite a los organismos reguladores prohibir conductas que no están claramente incluidas en la definición legal de manipulación de mercado.

7 CONCLUSIÓN

La manipulación de eventos de crédito en los contratos de CDS es un fenómeno muy reciente y, por tanto, cualquier intento de determinar si son contrarios a Derecho debe partir de la incertidumbre radical que rodea a una práctica reciente relacionada con un contrato atípico con unos 30 años de existencia y sobre el que la jurisprudencia apenas se ha pronunciado. A pesar de esto, este trabajo ha tratado de argumentar que la manipulación de eventos de crédito es ilícita y genera responsabilidad contractual frente al vendedor que sufre las consecuencias de la misma. Esto es así a pesar de que el contrato de CDS no puede ser calificado como contrato de seguro, porque en él faltan las características esenciales de interés asegurable y finalidad indemnizatoria, y no se le pueden aplicar los especiales deberes de lealtad y buena fe que son característicos de dicho tipo contractual. Igualmente, aunque los CDS sean instrumentos financieros sometidos a la normativa sobre abuso de mercado, es muy dudoso que las conductas aquí analizadas constituyan manipulación de mercado, por lo que descartamos dicha vía.

La solución debe buscarse en el principio general de la buena fe, que informa el Derecho de obligaciones y contratos, y se constituye en fuente de especiales deberes de conducta para las partes tanto en el Derecho estadounidense como en el español (por los arts. 1258 CC y 57 C. de C., en este último caso). Aunque las condiciones generales del contrato, establecidas en las CDD, autoricen expresamente a las partes a actuar con libertad y negociar con la entidad de referencia, dicha autorización no se puede entender extendida a aquellos actos cuyo único propósito es obtener un beneficio del contrato de CDS. Las partes han podido confiar de forma legítima y razonable en que la otra parte se comportaría con un mínimo de lealtad y no aprovecharía oportunidades que no habrían podido existir de no haberse contratado un CDS. Entender lo contrario beneficia tan solo a los agentes oportunistas, que pueden permitirse dejar incompletos los términos de los contratos porque así tienen margen para aprovecharse de su redacción literal.

No obstante, entendemos que no basta con afirmar que la conducta de los compradores que manipulan eventos de crédito es censurable sin necesidad de cambios en la regulación. Muy pocos casos sobre CDS llegan a dirimirse ante los tribunales, y es difícil que se pueda desarrollar una línea jurisprudencial como la que proponemos aquí. Por tanto, conviene realizar modificaciones en los contratos ISDA para dejar sin cobertura en el texto contractual a las prácticas más odiosas. También cabría modificar la regulación de abuso de mercado para incluir claramente los casos de manipulación de eventos de

crédito, y de esta forma mantener el funcionamiento objetivo y automático de los contratos. No obstante, creo que ambas opciones corren el riesgo de prohibir conductas concretas y no atajar el mayor problema del mercado: la cultura de “todo vale” que premia la lectura astuta de los documentos y la deslealtad contractual. También en estos contratos rige el principio de la buena fe, y mientras esto no quede claro el oportunismo seguirá encontrando rendijas por las que obtener beneficios a costa de los otros partícipes en el mercado.

BIBLIOGRAFÍA

Legislación

Commodity Exchange Act, de 15 de junio de 1936 (Public Law No. 75-675, 49 Stat. 1491).

Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DOUE, L 173, 12 de junio de 2014).

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, de 21 de julio de 2010 (Public Law No. 111-203, 124 Stat. 1376).

Ley 50/1980, de 8 de octubre, del Contrato de Seguro (BOE núm. 250, de 17 de octubre de 1980).

New York Insurance Law (versión consolidada a 1/3/19, disponible en <http://public.leginfo.state.ny.us/lawssrch.cgi?NVLWO>; última consulta 8/4/19).

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (BOE núm. 289, de 16 de octubre de 1885).

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889).

Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias (BOE núm. 287, de 30 de noviembre de 2007).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE núm. 255, de 24 de octubre de 2015).

Reglamento (UE) n ° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DOUE, L 173, 12 de junio de 2014).

Securities Exchange Act, de 6 de junio de 1934 (Public Law No. 73-291, 48 Stat. 881).

SEC Rule 10b-5 (disponible en https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_110b_61; última consulta 10/3/19)

Jurisprudencia

Boillin-Harrison Co. v. Lewis & Co., 182 Tenn. 342, 359, 187 S.W.2d 17, 24 (1945).

Kirk La Shelle Co. v. Paul Armstrong Co. 188 N.E. 163 (N.Y. 1933).

Solus Alt. Asset Mgmt. LP v. GSO Capital Partners L.P., No. 18 CV 232-LTS-BCM (SDNY 29 de enero de 2018).

Documentación de ISDA

ISDA, “Proposed Amendments to the 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions Relating to Narrowly Tailored Credit Events”, 6 de marzo de 2019 (disponible en <https://www.isda.org/a/nyKME/20190306-NTCE-consultation-doc-complete.pdf>; última consulta 9/3/19).

ISDA, *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions* (versión de pago en <https://www.isda.org/book/2014-isda-credit-derivative-definitions/>).

Obras doctrinales

- Aldasoro, I., y Ehlers, T., “The Credit Default Swap Market: What a Difference a Decade Makes”, *BIS Quarterly Review*, June, 2018, pp. 1–14.
- Arce, O.J., González Pueyo, J. y Sanjuán, L., “El Mercado de Credit Default Swaps: Áreas de Vulnerabilidad y Respuestas Regulatorias”, *Documentos de Trabajo (CNMV)*, n. 42, 2010, pp. 7–50.
- Ayres, I. y Gertner, R., “Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules”, *The Yale Law Journal*, vol. 99, n. 1, 1989, pp. 87–130.
- Barnett, R.E., “The Richness of Contract Theory”, *Michigan Law Review*, vol. 97, n. 6, 1999, pp. 1413–1429.
- Bolton, P. y Oehmke, M., “Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem”, *Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 8, 2011, pp. 2617–2655.
- Buchmueller, T. y DiNardo, J., “Did Community Rating Induce an Adverse Selection Death Spiral? Evidence from New York, Pennsylvania, and Connecticut”, *American Economic Review*, vol. 92, n. 1, 2002, pp. 280–294.
- Burton, S.J., “Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith”, *Harvard Law Review*, vol. 94, n. 2, 1980, pp. 369–404.
- Carruzzo, F., Zide, S., y King, D., “Opportunistic Credit Default Swap Strategies”, *Practical Law*, pp. 1–10 (disponible en <https://www.kramerlevin.com/images/content/4/6/v2/46031/Opportunistic-Credit-Default-Swap-Strategies-w-014-1708.pdf>, última consulta 3/3/19).
- De Castro y Bravo, F., *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1985.
- De los Mozos, J. L., *El principio de la buena fe. Sus aplicaciones prácticas en el Derecho Civil Español*, Bosch, Barcelona, 1965.
- Díez-Picazo, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Volumen I*, Civitas, Navarra, 2007.
- Feinman, J.M., “Good Faith and Reasonable Expectations”, *Arkansas Law Review*, vol. 67, n. 3, 2013, pp. 525–70.
- Ferreira Rubio, D. M., *La buena fe. El principio general en el Derecho Civil*, Montecorvo, Madrid, 1984.
- Fox, M.B., Glosten, L.R. y Rauterberg, G.V., “Stock Market Manipulation and Its Regulation”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, n. 1, 2018, pp. 67–126.
- Galán López, C., “Los credit default swaps (CDS)” en Alonso Ledesma, C. y Alonso Ureba, A. (eds.), *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, Aranzadi, Cizur Menor, 2013, pp. 476–500.
- Gelper, A. y Gulati, M., “CDS Zombies”, *European Business Organization Law Review*, vol. 13, n. 3, 2012, pp. 347–90.
- Hazen, T.L., “Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance”, *Annual Review of Banking & Financial Law*, vol. 24, 2005, pp. 375–441.
- Hazen, T.L., “Filling a Regulatory Gap: It Is Time To Regulate Over-the-Counter Derivatives” *North Carolina Banking Institute*, vol. 13, n. 1, 2009, pp. 123–35.
- Juurikkala, O., *The Law and Economics of Credit Default Swaps: Derivatives Regulation, Insurance Law, and Recent Financial Market Reforms*, Tesis Doctoral, Universidad de Helsinki, 2015 (disponible en https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/157010/lawandec.pdf?sequence=1&isAllo_wed=y; última consulta 7/3/19).
- Cañizares Laso, A., “Condición potestativa, cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes y derechos potestativos”, *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, vol. 4, 2017, pp. 1–29.

- MacMahon, P., “Good Faith and Fair Dealing as an Underenforced Legal Norm”, *Minnesota Law Review*, vol. 99, n. 6, 2015, pp. 2051–2112.
- McCall, B.M., “Gambling on Our Financial Future: How the Federal Government Fiddles While State Common Law is a Safer Bet to Prevent Another Financial Collapse”, *Arizona State Law Journal*, vol. 46, 2014, pp. 1347-1403.
- Mato Pacín, M.N., “El papel de la buena fe en el Derecho contractual inglés”, *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, vol. 2, 2018, pp. 1–53.
- Mengle, D., “The Empty Creditor Hypothesis”, *ISDA Research Notes*, 3 de noviembre, 2009 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1616739; última consulta 8/4/19).
- Molony, T.J., “Still Floating: Security-Based Swap Agreements after Dodd-Frank”, *Setton Hall Law Review*, vol. 42, 2012, pp. 953–1008.
- Peel, E., *The Law of Contract*, Sweet & Maxwell, Londres, 2015.
- Perillo, J.M., “The Origins of the Objective Theory of Contract Formation and Interpretation”, *Fordham Law Review*, vol. 69, n. 2, 2000, pp. 427–77.
- Posner, E.A. y Weyl, E.G., “An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets”, *Northwestern University Law Review*, vol. 107, n. 3, 2013, pp. 1307–1358.
- Sánchez-Calero Guilarte, J., “El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera” en Alonso Ledesma, C. y Alonso Ureba, A. (eds.), *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, Aranzadi, Cizur Menor, 2013, pp. 39-48.
- Schwartz, R.F., “Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 12, n. 1, 2007, pp. 167–201.
- Sklaroff, J.M., “Smart Contracts and the Cost of Inflexibility”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 166, 2018, pp. 263–303.
- Stout, L.A., “Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis”, *Harvard Business Law Review*, vol. 1, 2011, pp. 1–38.
- Summers, R.S., “‘Good Faith’ in General Contract Law and the Sales Provisions of the Uniform Commercial Code”, *Virginia Law Review*, vol. 54, n. 2, 1968, pp. 195–267.
- Summers, R.S., “The General Duty of Good Faith – Its Recognition and Conceptualization”, *Cornell Law Review*, vol. 67, n. 4, 1982, pp. 810–840.
- Veiga Copo, A., *Tratado del Contrato de Seguro. Tomo I*, 4ª ed., Aranzadi, Cizur Menor, 2016.
- Wieacker, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1977.

Artículos de prensa

- Boston, C., “Wall Street Wants to Reform CDS. Here's Why That'll Be Tough”, *Bloomberg*, 7 de marzo de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-06/wall-street-wants-to-reform-cds-here-s-why-that-ll-be-tough>; última consulta 9/3/19).
- Indap, S., “Contentious legal ruling puts Windstream at risk of bankruptcy”, *Financial Times*, 17 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.ft.com/content/d1208cd0-3289-11e9-bd3a-8b2a211d90d5>; última consulta 3/3/19).
- Indap, S., “Windstream files for Ch 11, call for regulation of CDS market”, *Financial Times*, 25 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.ft.com/content/1e767d0c-3931-11e9-b856-5404d3811663>; última consulta 3/3/19).

Levine, M., “Companies Keep Buying Back Stock. Also Hovnanian, investment-banker licensing, HBO and Martin Shkreli”, *Bloomberg*, 9 de julio de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-07-09/companies-keep-buying-back-stock>; última consulta 4/3/19).

Levine, M., “Lending Money to Bet on Default. Also commodities insider trading, Tesla and lottery tickets”, *Bloomberg*, 24 de octubre de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-10-24/lending-money-to-bet-on-default>; última consulta 4/3/19).

Levine, M., “Unicorns Leave the Enchanted Forest. Also CDS and BDCs”, *Bloomberg*, 12 de diciembre de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-12-12/unicorns-leave-the-enchanted-forest>; última consulta 4/3/19).

Levine, M., “Hedge Funds Fight Over Sears Swaps. Also insider trading, merchant cash advance and farting Teslas”, *Bloomberg*, 20 de diciembre de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-12-20/hedge-funds-fight-over-sears-swaps>; última consulta 3/3/18).

Levine, M., “Aurelius Wins Against Windstream”, *Bloomberg*, 19 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-02-19/aurelius-wins-against-windstream>; última consulta 3/3/19).

Levine, M., “Elon Musk Keeps Tweeting. Also Windstream and Merrill Lynch”, *Bloomberg*, 26 de febrero de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-02-26/elon-musk-keeps-tweeting>; última consulta 3/3/19).

Levine, M., “Be Careful Wearing Jeans at Goldman. Also CDS triggers and securities fraud”, *Bloomberg*, 6 de marzo de 2019 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-06/be-careful-wearing-jeans-at-goldman>; última consulta 9/3/19).

Natarajan, S., y Ahmed, N., “Blackstone’s Epic Swap Trade Intrudes on Friendly Lunch With Blankfein”, *Bloomberg*, 18 de abril de 2018 (disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-18/epic-blackstone-trade-intrudes-on-friendly-lunch-with-blankfein>; última consulta 4/3/19).

Shubber, K., “CFTC: deliberate defaults may be ‘market manipulation’”, *Financial Times*, 25 de abril de 2018 (disponible en <https://www.ft.com/content/c8ba3930-4822-11e8-8ee8-cae73aab7ccb>; última consulta 10/3/19).