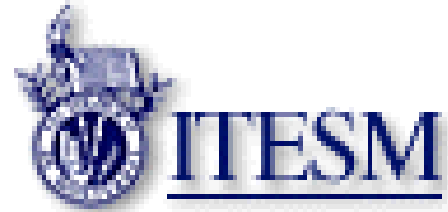




**APLICABILIDAD EN COLOMBIA DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE
COBERTURA DE RIESGO A TRAVES DEL MERCADO PUBLICO DE
VALORES**

LUIS EDUARDO SUAREZ CAICEDO

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA - UNAB
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN
BUCARAMANGA
2.004**



**APLICABILIDAD EN COLOMBIA DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE
COBERTURA DE RIESGO A TRAVES DEL MERCADO PUBLICO DE
VALORES**

LUIS EDUARDO SUAREZ CAICEDO

**PROYECTO DE GRADO COMO REQUISITO PARA OPTAR EL TITULO DE
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN**

DIRECTOR: M. A. – M. F. JORGE RAUL SERRANO DIAZ

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA - UNAB
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN
BUCARAMANGA
2.003**

Nota de aceptación

Firma del presidente del jurado

Firma del jurado

Firma del jurado

Bucaramanga, Diciembre de 2.003

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN	24
1. IDENTIFICACIÓN DEL MERCADO DE CAPITAL Y LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS DE COBERTURA DE RIESGO	27
1.1 EL SISTEMA FINANCIERO Y EL MERCADO DE CAPITAL	27
1.2 INSTRUMENTOS DERIVADOS	29
1.2.1 Futuros	32
1.2.2 Opciones	33
1.2.3 Operaciones forward	35
1.2.4 Operaciones en el mercado swap	37
1.2.5 Operaciones a plazo de cumplimiento financiero	42
1.2.6 Operaciones carrusel	43
1.3 APLICACIONES PRACTICAS DE LAS OPERACIONES DE COBERTURA, ESPECULACIÓN Y ARBITRAJE	46

1.3.1	Cobertura	46
1.3.2	Especulación	46
1.3.3	Arbitraje	47
1.4	PRACTICA DE COBERTURA COMO ESTRATEGIA EMPRESARIAL	48
2.	LEGISLACIÓN EXISTENTE PARA LA OPERACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA	51
2.1	NORMATIVIDAD EXISTENTE EN COLOMBIA, SOBRE OPERACIONES DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS	52
2.2	LA CAMARA DE COMPENSACIÓN	54
2.3	LA ESTANDARIZACION DE LOS CONTRATOS	58
3.	APLICACIÓN Y EVOLUCION INTERNACIONAL DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS	61
3.1	ORIGEN DE LOS FUTUROS FINANCIEROS	61
3.2	EVOLUCION DEL MERCADO INTERNACIONAL DE DERIVADOS	63
3.2.1	Mercado Internacional de derivados OTC	66
3.2.2	Mercado internacional de futuros en interés abierto	69

3.2.3	Mercado internacional de opciones – Interés abierto	74
3.2.4	Mercado internacional de futuros – facturación	78
3.2.5	Mercado internacional de opciones – facturación	82
3.2.6	Mercado internacional de futuros y opciones en número de contratos	87
4.	APLICACIÓN EN COLOMBIA DEL MERCADO DE DERIVADOS EN SUBYACENTES FINANCIEROS	89
4.1	EVOLUCION DE LOS INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGO EN COLOMBIA	89
4.2	REFLEJOS DE LAS OPERACIONES DE BOLSA DE FUTUROS / OPCIONES PARA SU APLICACION EN COLOMBIA	100
4.2.1	Conclusiones generales de las operaciones de bolsa de futuros / Opciones	100
4.2.2	Parámetros y características básicas a considerar sobre las bolsas de futuros / opciones en el mundo	102
4.2.3	Aspectos de mercadeo	104
4.2.4	Regulación e intervención estatal	105
4.2.5	Impedimentos potenciales	108

4.2.6	Mercado OTC como origen del mercado de derivados organizado	111
4.3	EVOLUCION DE LAS ACTIVIDADES REALIZADAS Y MODELO DE BOLSAS DE FUTUROS & OPCIONES PROPUESTA PARA COLOMBIA	113
4.3.1	Recuento histórico para el fortalecimiento del mercado de capitales	113
4.3.2	Modelos de Bolsas de futuros y derivados a nivel internacional	116
5.	CONCLUSIONES	122
	BIBLIOGRAFÍA	126
	ANEXOS	128

LISTA DE CUADROS

	pág.
Cuadro 1. Evolución del volumen de instrumentos derivados en las principales bolsas a nivel mundial (número de contratos)	65
Cuadro 2. Mercado OTC - Evolución derivados por categoría de riesgo e instrumento Jun.1998 a Dic. 2.001 (En Billones de US\$Dólares)	66
Cuadro 3. Mercado OTC - Evolución derivados por categoría de riesgo e instrumento Jun.2002 y Dic. 2.002 (En Billones de US\$Dólares)	67
Cuadro 4. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$Dólares)	70
Cuadro 5. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$Dólares)	70
Cuadro 6. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$Dólares)	70
Cuadro 7. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$Dólares)	71
Cuadro 8. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$Dólares)	72
Cuadro 9. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$Dólares)	72
Cuadro 10. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$Dólares)	72
Cuadro 11. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$Dólares)	73
Cuadro 12. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$Dólares)	74

Cuadro 13. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$Dólares)	74
Cuadro 14. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$Dólares)	74
Cuadro 15. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$Dólares)	75
Cuadro 16. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, según origen años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$Dólares)	76
Cuadro 17. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, según Origen años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$Dólares)	76
Cuadro 18. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, según Origen años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$Dólares)	76
Cuadro 19. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, según Origen años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$Dólares)	76
Cuadro 20. Intercambio comercial de opciones Interés abierto, según Origen distribución porcentual por grupos de años	77
Cuadro 21. Intercambio comercial de futuros y opciones Interés abierto, Distribución porcentual por grupos de años	78
Cuadro 22. Intercambio comercial de futuros facturación, por instrumentos Años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)	79
Cuadro 23. Intercambio comercial de futuros facturación, por instrumentos Años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)	79
Cuadro 24. Intercambio comercial de futuros facturación, por instrumentos Años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)	79
Cuadro 25. Intercambio comercial de futuros facturación, por instrumentos Años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)	79
Cuadro 26. Intercambio comercial de futuros facturación, según localización Años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)	80
Cuadro 27. Intercambio comercial de futuros facturación, según localización Años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)	81

Cuadro 28. Intercambio comercial de futuros facturación, según localización Años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)	81
Cuadro 29. Intercambio comercial de futuros facturación, según localización Años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)	81
Cuadro 30. Intercambio comercial de futuros facturación, según localización Distribución porcentual por grupos de Años	81
Cuadro 31. Intercambio comercial de opciones facturación, por instrumentos Años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)	82
Cuadro 32. Intercambio comercial de opciones facturación, por instrumentos Años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)	83
Cuadro 33. Intercambio comercial de opciones facturación, por instrumentos Años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)	83
Cuadro 34. Intercambio comercial de opciones facturación, por instrumentos Años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)	83
Cuadro 35. Intercambio comercial de opciones facturación, según localización Años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)	84
Cuadro 36. Intercambio comercial de opciones facturación, según localización Años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)	84
Cuadro 37. Intercambio comercial de opciones facturación, según localización Años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)	85
Cuadro 38. Intercambio comercial de opciones facturación, según localización Años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)	85
Cuadro 39. Intercambio comercial de opciones facturación, según localización Distribución porcentual por grupos de Años	85
Cuadro 40. Intercambio total de futuros y opciones facturación, participación porcentual por grupos de Años	86
Cuadro 41. Intercambio total de futuros y opciones facturación, número de contratos años 1.986 a 1.990 (En millones de contratos)	87
Cuadro 42. Intercambio total de futuros y opciones facturación, número de contratos años 1.991 a 1.995 (En millones de contratos)	87

Cuadro 43. Intercambio total de futuros y opciones facturación, número de contratos años 1.996 a 2.000 (En millones de contratos)	87
Cuadro 44. Intercambio total de futuros y opciones facturación, número de contratos años 2.000 a Marzo / 2003 (En millones de contratos)	88
Cuadro 45. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas. Enero a Junio de 2.001 (En Millones de US\$)	92
Cuadro 46. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas. Julio a Diciembre de 2.001 (En Millones de US\$)	93
Cuadro 47. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas. Enero a Junio de 2.002 (En Millones de US\$)	93
Cuadro 48. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas. Julio a Diciembre de 2.002 (En Millones de US\$)	94
Cuadro 49. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas. Enero a Mayo de 2.003 (En Millones de US\$)	94
Cuadro 50. Resumen del Mercado nacional de operaciones forwards en divisas Años 2.001, 2.002 y a Mayo de 2.003 (En Millones de US\$)	95
Cuadro 51. OPCF sobre tasas de cambio acumulado por Firms Comisionistas de Bolsa (Octubre 2.000 a Mayo de 2.003)	97
Cuadro 52. OPCF sobre tasas de cambio por períodos	98

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1. Diferencias de los derivados contratados en Bolsa y en OTC	45
Tabla 2. Resumen de las experiencias y la operatividad de las Bolsas de Futuros & derivados en Brasil, España y México	120

LISTA DE GRAFICAS

	pág.
Gráfica 1. Comportamiento de instrumentos derivados en las Bolsa CBOT, COE Y CME (Número de contratos)	63
Gráfica 2. Comportamiento de instrumentos derivados en las Bolsas LIFFE, MATIF / MONEP Y MEFF RF/RV (Número de contratos)	64
Gráfica 3. Comportamiento de instrumentos derivados en las Bolsas TIFFE Y HKFE (Número de contratos)	64
Gráfica 4. Total contratos derivados a nivel mundial – mercado OTC (En Billones de US\$Dólares)	67
Gráfica 5. Distribución de contratos derivados a nivel mundial – mercado OTC (En Billones de US\$Dólares)	68
Gráfica 6. Distribución por clase de derivados a nivel mundial – mercado OTC (En Billones de US\$Dólares)	69
Gráfica 7. Intercambio comercial mundial de futuros por instrumentos. Interés abierto. Años 1.990 a Mar/2.003 (En billones de US\$)	71
Gráfica 8. Mercado de futuros interés abierto según origen años 1.990 A Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)	73
Gráfica 9. Intercambio comercial mundial de opciones por instrumentos – Interés abierto (En billones de US\$Dólares)	75
Gráfica 10. Intercambio comercial mundial de opciones interés abierto Según origen (En billones de US\$Dólares)	77
Gráfica 11. Intercambio comercial mundial de opciones y futuros, interés abierto (En billones de US\$Dólares)	78
Gráfica 12. Mercado mundial de futuros, facturación por instrumentos Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)	80

Gráfica 13. Mercado mundial de futuros, facturación por localización Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)	82
Gráfica 14. Mercado mundial de opciones, facturación por localización Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)	84
Gráfica 15. Mercado mundial de opciones, facturación por instrumentos Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)	86
Gráfica 16. Mercado mundial de futuros y opciones, facturación por Instrumentos Años 1.990 a Marzo/2.003 (En billones de US\$)	88
Gráfica 17. Evolución mercado nacional de forwards en divisas, años 2.001 2.001 y a Mayo de 2.003 (En Millones de US\$)	95
Gráfica 18. OPC sobre tasas de cambio por firmas comisionistas de Bolsa (Vrs. En \$millones) acumulado Octubre /2000 a Mayo /2003	97

LISTA DE FIGURAS

	pág.
Figura 1. Estructura del sistema financiero y del mercado de capitales en Colombia	28
Figura 2. Modelo Mexicano	116
Figura 3. Modelo Español	117
Figura 4. Modelo Brasileño	117
Figura 5. Propuesta Bolsa Futuros & derivados para Colombia	118
Figura 6. Propuesta Socios patrimoniales de la Bolsa de futuros & derivados para Colombia	118
Figura 7. Estructura de contrapartida central de la Bolsa de Futuros & Derivados para Colombia	119
Figura 8. Actores del sistema transnacional de la bolsa de futuros según costumbres internacionales	119

LISTA DE ANEXOS

	pág.
Anexo A. Circular externa No. 014 de Febrero 20 de 1.998 – Superbancaria	128
Anexo B. Artículos 60 y 61 de la Ley 510 de 1.999	139
Anexo C. Formato de encuesta a Sociedades Comisionistas de bolsa	141
Anexo D. Formato de encuesta a Clientes de Sociedades Comisionistas de Bolsa	145

GLOSARIO

ARBITRAGE: la compra de un bien tangible contra la venta simultánea de un bien tangible para obtener ganancia de los precios desiguales. Las dos transacciones pueden ocurrir en bolsas diferentes, entre dos bienes tangibles diferentes, en meses de entrega diferentes, o entre el efectivo y el mercado de futuros.

AT THE MARKET: a la cotización corriente. Una vez emitida, esta orden es para comprar o vender futuros o contratos de opciones tan pronto como sea posible al mejor precio posible. Véase "Market order."

AT-THE-MONEY: una opción está "*at-the-money*" cuando su precio de ejercicio es igual, o aproximadamente igual, al precio actual del mercado del subyacente contrato de futuros.

BASIS: Base. La diferencia entre el precio de efectivo y el precio de futuros de un bien tangible. $\text{EFECTIVO} - \text{FUTUROS} = \text{BASE}$. La base también es usada para referir a las diferencias entre precios en diferentes mercados o entre diferentes clases de bienes tangibles.

BEAR CALL SPREAD: La compra de una opción de compra con precio de ejercicio alto contra la venta de una opción de compra con precio de ejercicio bajo. La máxima ganancia que se puede obtener es la prima neta recibida (prima recibida - prima pagada), mientras la máxima pérdida es calculada sustrayendo la prima neta recibida de la diferencia entre el precio de ejercicio alto y el precio de ejercicio bajo (precio de ejercicio alto - precio de ejercicio bajo - prima neta recibida). Un "*bear-call-spread*" debería entrarse cuando se anticipan precios bajos. Es un tipo de margen vertical.

BETA: Una medida del movimiento del precio de una acción correlativa al movimiento de un índice. Beta es usada para determinar el número de contratos requeridos para cubrir con el índice de la bolsa de futuros u opciones de futuros.

BREAK: Ruptura. Un movimiento repentino de precio; los precios pueden romper hacia arriba o hacia abajo.

BREAK-EVEN: Punto de equilibrio, tener entradas y salidas iguales. Se refiere al precio al cual el costo de una opción de compra es igual a los réditos obtenidos por ejercer la opción. El comprador de una opción paga una prima.

BROKER: Corredor, bolsista. Un agente que ejecuta operaciones (compra o vende órdenes) para clientes. El recibe una comisión por esos servicios.

BULLISH: Alcista. Tendencia de los precios de moverse hacia arriba.

BULL CALL SPREAD: La compra de una opción de compra con un precio de ejercicio bajo contra la venta de una opción de compra con un precio de ejercicio más alto; se anticipa una subida en los precios. La máxima ganancia potencial es calculada de la siguiente manera: (precio de ejercicio alto - precio de ejercicio bajo) - costo de la prima neta, donde el costo de la prima neta = primas pagadas - primas recibidas. La máxima pérdida posible es el costo de la prima neta.

CALL: El período en la apertura o cierre de mercado durante el cual los precios de los contratos de futuros son establecidos por subasta.

CALL OPTION: Opción de compra. Un contrato que le da al comprador el derecho de comprar algo dentro de un cierto período de tiempo a un precio especificado. El vendedor recibe dinero (la prima) por la venta de estos derechos. El contrato también obliga al vendedor a entregar, si el comprador ejercita sus derechos de compra.

CASH FLOW: Flujo de efectivo. Los recibos en efectivo y los pagos de un negocio. Esto difiere del ingreso neto después de los impuestos en que los gastos hechos sin efectivo no son incluidos en un informe de recursos generados.

CERTIFICATE OF DEPOSIT (CD): Certificado de depósito. Un depósito a largo plazo con un banco, teniendo un día específico de vencimiento detallado en el certificado.

CHICAGO BOARD OF TRADE (CBOT): Fundada en 1848 con 82 miembros originales, en un principio tenía negocios activos en efectivo y contratos de forward.

CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE (CME): Bolsa Mercantil de Chicago. La segunda bolsa de futuros más grande en los Estados Unidos. Originalmente formada en 1874 como "Chicago Produce Exchange", la "Chicago Merc" principalmente fue un mercado de productos agrícolas perecederos (manteca, huevos, aves de corral, etc.).

CHICAGO RICE AND COTTON EXCHANGE (CRCE): Bolsa de Arroz y Algodón de Chicago. Fundada originalmente como la Commodity Exchange de New Orleans, la CRCE se trasladó a Chicago, donde se convirtió en una división de la Chicago Board of Trade, y donde continúa negociando arroz y algodón. La CRCE está ubicada en 141 W. Jackson Blvd., Chicago, IL 60604.

CLEARINGHOUSE: Cámara de compensaciones. Organización para facilitar arreglos de los débitos y créditos de sus miembros entre sí. Una agencia asociada a una bolsa que garantiza todas las negociaciones, además asegura entrega de

contratos y/o arreglos financieros. La Cámara de compensaciones se convierte en la compradora de todo vendedor, y la vendedora de todo comprador.

CLEARING MARGIN: Margen de compensación y liquidación. Fondos depositados por un comerciante de comisiones de futuros con su miembro liquidador.

CLEARING MEMBER: Miembro liquidador. Un miembro de la Cámara de compensaciones responsable de ejecutar negociaciones de clientes. Los miembros liquidadores también controlan las posibilidades financieras de sus clientes requiriendo márgenes suficientes y reportes de la posición.

COMISIONES: Los honorarios que las Cámaras de compensaciones cobran a sus clientes por comprar y vender futuros y opciones de contratos de futuros. Los honorarios que los operadores cobran a sus clientes son también llamados comisiones.

COMMODITY: Bien tangible. Activo fijo, financiero. Mercancías. Commodity. Un producto o artículo de comercio o negociación. Producto negociable en una bolsa, como por ejemplo, maíz, oro, o cerdo, a diferencia de instrumentos u otros intangibles como Letras-T o Indices de acciones.

CONTRATO: Un acuerdo exigible legalmente entre dos o más partes para llevar a cabo, o abstenerse de llevar a cabo, algún acto especificado; ejemplo, entregando 5,000 bushels de una clase de maíz, tiempo, lugar, y precio especificado.

CONVERSIÓN: La venta de una posición en efectivo y la inversión de parte de las utilidades para una posición de futuros larga. El dinero sobrante es colocado en un instrumento que gana intereses. Esta práctica le permite al inversionista / comerciante recibir tasas de interés más altas, y hacer entrega del bien tangible si es necesario.

CUBRIR: Usado para indicar la recompra de contratos previamente vendidos como por ejemplo, él cubrió su posición corta. Cobertura corta es sinónimo de liquidar una posición corta o cubrir una posición corta.

DELIVERY: Entrega. El transporte de un bien tangible físico (real o efectivo) a un destino especificado en cumplimiento de un contrato de futuros.

DELIVERY MONTH: Mes de entrega. El mes durante el cual un contrato de futuros vence, y la entrega es hecha sobre ese contrato.

DELIVERY NOTICE: Aviso de entrega. Notificación de entrega por la Cámara de compensaciones al comprador. Este aviso es iniciado por el vendedor en forma de "Aviso de intención de entrega."

DELIVERY POINT: Punto, lugar de entrega. La ubicación aprobada por una bolsa por ofrecer y aceptar productos entregables de acuerdo a los términos del contrato de futuros.

DELTA: El factor de correlación entre la fluctuación de precio de los futuros y el cambio en la prima por la opción en ese contrato de futuros. Delta cambia de momento a momento como cambia la opción de prima.

DISCOUNT RATE: Tasa de descuento.

EFICIENCIA: Debido a que los términos de los contratos de futuros están estandarizados, una gran cantidad de operadores de todo tipo podrán negociar futuros, de ese modo permitirán que los precios se determinen fácilmente (es más factible que una persona quiera un contrato a cualquier precio dado). Cuanto más fácil los precios son descubiertos, más eficientes son los mercados.

ELASTICIDAD: Un término usado para describir los efectos que los precios, la oferta, y la demanda tienen unos sobre otros con respecto a un bien tangible en particular. Se dice que un bien tangible tiene demanda elástica cuando el cambio de precio afecta la demanda para ese bien tangible; tiene oferta elástica cuando un cambio en el precio causa un cambio en la producción del bien tangible. Un bien tangible tiene oferta o demanda inelástica cuando ellas no son afectadas por un cambio de precio.

EURODOLLAR TIME DEPOSITS: Depósitos a plazo de Eurodólares. Dólares Estadounidenses en depósito fuera de los Estados Unidos, ya sea con un banco extranjero o una subsidiaria de un banco Estadounidense.

EXCHANGE: Bolsa, mercado. Una asociación de personas que participan en el negocio de comprar o vender contratos de futuros u opciones de futuros.

EXCHANGE RATES: Tipo de cambio. El precio de monedas extranjeras.

FUTUROS FINANCIEROS: Incluye tasa de interés de futuros, futuros de monedas, e índice de futuros. El mercado de futuros financieros actualmente es el que más rápido está creciendo de todos los mercados de futuros.

FORWARD CONTRATO: Un contrato establecido por dos partes quienes acuerdan sobre la compra de un futuro o la venta de un bien tangible específico. Esto difiere de un contrato de futuros en que los participantes en un contrato de forward están contratando directamente el uno con el otro, en vez de a través de una Cámara de compensaciones. Los términos de un contrato de forward son negociados entre el comprador y el vendedor, mientras las bolsas establecen los términos de los contratos de futuros.

FUTUROS CONTRATO: Un acuerdo estándar y obligatorio para comprar o vender una predeterminada cantidad y calidad de un bien tangible específico en un día futuro. La estandarización de los contratos aumentan su transferibilidad.

HEDGING: Cobertura. Transferir el riesgo de pérdida debido a movimientos adversos de precios a través de la compra o venta de contratos en el mercado de futuros. La posición en el mercado de futuros es un sustituto para la futura compra o venta de un bien tangible físico en el mercado de efectivo. Si el bien tangible será comprado, el contrato de futuros es comprado (cobertura larga); si el bien tangible será vendido, el contrato de futuros es vendido (cobertura corta).

INTEREST RATE FUTURES: Tasa de interés de futuros. Contratos de futuros negociados en instrumentos financieros a largo plazo y corto plazo

LEVERAGE: Apalancamiento. Deuda en relación al beneficio en la estructura de capital de una compañía. El control de una larga suma de dinero con una pequeña suma. Aceptando la responsabilidad de comprar o entregar el valor total de un contrato de futuros, una suma pequeña (margen) puede ser usada como *earnest money* (arras) para garantizar el funcionamiento.

MARK-TO-MARKET: Práctica del sistema de Recaudación de Impuestos estadounidense (IRS) para calcular ganancias y pérdidas en posiciones abiertas de futuros para el cierre del año impositivo. En otras palabras, las posiciones de futuros abiertas de los contribuyentes son valuadas en el mercado al precio de mercado para el cierre del año impositivo y los impuestos son valuados como si las ganancias o las pérdidas hubieran sido realizadas.

MARKET ORDER: Orden para compra o venta al precio corriente. Una orden de compra o venta de futuros o contratos de opciones de futuros tan rápido como sea posible al mejor precio disponible. El tiempo es sumamente importante.

NOMINAL PRICE (OR NOMINAL QUOTATION): Precio nominal. El precio de cotización calculado para futuros u opciones por un período durante el cual no ocurren negociaciones. Estas cotizaciones son usualmente calculadas promediando la oferta y el precio solicitado.

OPEN INTEREST: Interés abierto. Para futuros, el número total de contratos que todavía no han sido liquidados por compensación o entrega; ejemplo, el número de contratos pendientes.

OPCIÓN CONTRATO: Contrato de opción. Un contrato unilateral que le da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un bien tangible, o un contrato de futuros, a un precio especificado dentro de cierto período de tiempo.

POSICIÓN: Contratos abiertos indicando un interés en el mercado, sea éste largo o corto.

PRIMA: El precio pagado por el comprador para comprar una opción. Las primas son determinadas por *open outcry* en el área de operaciones (*pit*).

PUT: Opción de venta. Un contrato de opción que da al comprador el derecho a vender algo a un determinado precio dentro de un determinado período de tiempo. Una opción de venta es adquirida en anticipación de precios más bajos. Si se espera que los precios aumenten, la opción de venta puede ser vendida.

RISK DISCLOSURE DOCUMENT: Documento de Divulgación de Riesgo. Un documento que detalla los riesgos involucrados en las operaciones de futuros. Los documentos incluyen declaraciones al efecto de: usted puede perder su inversión totalmente; usted puede encontrarse imposibilitado de liquidar una posición bajo ciertas condiciones del mercado; posiciones *spreads* pueden no ser menos riesgosas que simples posiciones "largas" o "cortas;" el uso de *leverage* puede conducir a grandes pérdidas como también a grandes ganancias; órdenes de pérdida limitada pueden no limitar sus pérdidas; cuentas de bienes tangibles administradas son objeto de gastos de administración y asesoramiento.

SETTLEMENT PRICE: Precio de liquidación. Establecido por la Cámara de compensaciones del precio de cierre (los 2 últimos minutos del día). El precio de liquidación es usado para determinar el rango permitido para el próximo día, y para liquidar todas las cuentas entre los miembros liquidadores por cada contrato mensual.

SPOT: Disponible, inmediato, físico, *spot*. El mercado en el cual los bienes tangibles están disponibles para entrega inmediata. También es referido como el mercado en efectivo de un activo específico.

SPREAD: Margen, diferencia.

STOCK INDEX FUTURES: Índice de la Bolsa de Futuros. Acciones Índices de Futuros. Basadas en acciones índices de mercado, incluyendo Standard & Poor's 500, Value Line, NYSE Composite, Major Market Index, y Over-the-Counter Index, estos instrumentos son usados por los inversionistas concernientes con cambios de precios en una gran cantidad de acciones, o con mayores tendencias a largo plazo en acciones índices de mercado.

STRIKE PRICE: Precio de ejercicio de una opción. El precio especificado al cual un contrato de opción debe ser ejercitado. Si el comprador de una opción ejercita (rendimiento de la demanda), la posición del contrato de futuros será entrada al precio de ejercicio.

SYSTEMATIC RISK: Riesgo sistemático. El riesgo afectando el mercado en general; por ejemplo, si las políticas monetarias y fiscales del gobierno crean inflación, los niveles de precio suben, afectando el mercado por completo en el mismo sentido, por lo tanto creando un riesgo sistemático. El índice bursátil de futuros puede ser usado para reducir substancialmente el riesgo sistemático. Comparar con riesgo no sistemático.

UNSYSTEMATIC RISK: Riesgo no sistemático. El riesgo de un cambio de precios en una acción, bien tangible, o industria. Cualquier cosa, desde el descubrimiento de petróleo hasta un cambio en administración, puede afectar este tipo de riesgos. Riesgos no sistemáticos son reducidos o eliminados a través de la diversificación, no a través de seguros con índice de futuros.

VOLÁTIL: Un mercado que frecuentemente es sujeto a amplias fluctuaciones de precio es llamado volátil. Esta volatilidad es usualmente debida a carencia de liquidez.

YIELD: Rendimiento.

RESUMEN

El proyecto se relaciona con el mercado de capitales y su reciente evolución en Colombia, estableciendo las características y aplicabilidad a través del mercado no intermediado en cuanto a productos derivados, pero únicamente en subyacentes financieros como instrumentos de cobertura de riesgo, que se negocian o pueden negociar a través de Bolsa de valores o del mercado mostrador.

Para tal efecto, se analiza el entorno legal e institucional en el que se desenvuelve el mercado de capitales en Colombia, se identifican las diversas formas en que operan los instrumentos derivados financieros de cobertura de riesgo, su evolución a nivel internacional, en contraste con el desarrollo en Colombia.

De igual forma se reseña la legislación existente en Colombia, estableciendo las condiciones en que opera actualmente el mercado de derivados financieros en Colombia y los parámetros básicos que podrían ayudar a desarrollar dicho mercado a nivel nacional.

Como procedimiento utilizado, se realizó el debido análisis de las respectivas cifras estadísticas, así como la evolución, características y comportamiento del mercado de derivados.

Se presenta un análisis de los diversos factores que pueden incidir en una real implementación del mercado de futuros en el país, incluyendo aspectos de mercadeo, regulación e intervención estatal, requisitos y normas de supervisión y participación del mercado OTC entre otros.

Finalmente, se hace referencia a modelos de Bolsa de futuros y derivados en México, Brasil y España; así como la propuesta para Colombia.

INTRODUCCIÓN

La internacionalización o globalización de la economía y el desarrollo de los mercados financieros de repercusión mundial, han generado una fuerte y creciente exposición al riesgo que afecta indudablemente la actividad económica de una nación, medida en el impacto hacia las Entidades y organismos que participan en dicho sistema económico. Dicho riesgo está dado por las variaciones aleatorias que se pueden registrar en los precios de insumos, mercancías, bienes y servicios en general que se requieren para la operatividad y/o funcionamiento del aparato productivo.

No ajeno a los efectos de dicha exposición al riesgo, se incluye de igual forma, la incidencia en variables macroeconómicas tales como las tasas de interés, las tasas de cambio, las tasas de inflación, las tasas de desempleo; con efecto en desequilibrios en las transacciones bursátiles, en la balanza de pagos, en las inversiones tanto internas como extranjeras y en general en el desarrollo y crecimiento económico del país.

Aunque en Colombia no puede hablarse de la existencia de un mercado de derivados financieros, a través del cual se permita cubrir el riesgo inherente o propio de toda transacción comercial dada por la oferta y demanda en el mercado, si han existido algunos productos del tipo derivado que han sido utilizados con alguna intensidad, tal como quedó establecido en el III Congreso Nacional de Tesorería, organizado por la Asociación Bancaria de Colombia - Asobancaria¹.

Es así como según la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, solo desde 1.987 se empezaron a utilizar los llamados carruseles; a comienzos de los años noventa se desarrollaron las operaciones a plazo y en 1.993 aparecieron los **swap**, en ese mismo año se comenzaron a transar los **forward** sobre la tasa de cambio²

En este orden de ideas, el problema giraría alrededor de la nula utilización de los instrumentos financieros para la cobertura de riesgos, lo que implica que las

¹ ASOCIACIÓN BANCARIA DE COLOMBIA. Mercado de Derivados: Una nueva cultura para el manejo del riesgo. III Congreso Nacional de Tesorería. Santafé de Bogotá: ASOBANCARIA. 1998. p. 269

² COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA. Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Santafé de Bogotá: s.n. 1996. p. 115 - 117

empresas mantengan una constante incertidumbre en cuanto al futuro de sus operaciones y por ende en cuanto a su propia existencia.

Sin embargo, en el reciente Congreso de Asobancaria en Julio 31 de 2.003, titulado el Riesgo financiero, se ha dado un enfoque particular al sistema de administración de riesgo de crédito – SARC con el fin de desarrollar una cultura de riesgo de crédito en las Entidades, que permita un compromiso del sector para desarrollar mejores métodos de cuantificación de riesgos. De igual forma, quedó establecido en el II Congreso Latinoamericano de tesorería, efectuado en Noviembre de 2.003, cuyo tema central “La gestión de riesgos como elemento fundamental de los mercados “ en el que se trataron temas como la identificación de los factores de riesgo de mercado de los portafolios de una tesorería en Bonos y derivados y el análisis del perfil de riesgo de un portafolio de Bonos y Derivados, como enfoque usual de las instituciones internacionales ³.

El desarrollo de cualquier actividad cuyos resultados solo se pueden conocer en el futuro comprende necesariamente la existencia de riesgos, ya que es imposible anticipar la evolución de variables relevantes. Por tanto, el objetivo del proyecto es establecer o determinar los elementos que impiden y/o los que pueden llegar a promover la utilización en Colombia de los instrumentos del mercado financiero por parte de los agentes económicos, que les permita la cobertura de riesgo en las transacciones que tienen lugar en un mercado público de valores.

Para tal efecto, se incluyen como objetivos específicos: Analizar el entorno legal e institucional en el que se desenvuelve el mercado de capitales en Colombia, conocer la evolución internacional del mercado de derivados, establecer las condiciones que prevalecen actualmente para el funcionamiento del mercado de derivados financieros en Colombia y determinar el comportamiento que los agentes económicos asumen frente al riesgo financiero generado por la incertidumbre de la actividad económica y finalmente establecer qué acciones o políticas podrían ayudar a desarrollar el mercado de derivados financieros a través de los instrumentos de cobertura de riesgo.

En cumplimiento de dichos objetivos, se ha de adelantar una metodología de carácter exploratorio, partiendo de consideraciones importantes como el conocimiento previo que se tiene sobre el tema a investigar, los trabajos

³ ASOCIACIÓN BANCARIA DE COLOMBIA, <http://www.asobancaria.com>

realizados por otros investigadores, la información no escrita que poseen personas que por su relato pueden ayudar a reunir y sintetizar sus experiencias.⁴

De manera complementaria se ha de utilizar un estudio descriptivo, con el fin de establecer las características que prevalecen para el funcionamiento del mercado de futuros en Colombia, así como para describir el comportamiento de los agentes económicos frente al riesgo financiero.

Finalmente se utiliza el estudio explicativo, para establecer que acciones o políticas podrían ayudar al desarrollo del mercado de derivados financieros en nuestro país.

En cumplimiento de las acciones precedentes, se plantea el uso tanto de fuentes primarias a través de las propias entidades que emiten y oficializan los resultados propios del mercado de coberturas de riesgo; así como de fuentes secundarias a través de textos, revistas, documentos, prensa y similares.

Respecto del alcance y limitaciones del estudio, es de considerar que la información de consulta, está dada en algunos casos, por organismos públicos y / o privados que requieren de su previa autorización. Por otra parte, dada la relativamente nueva incursión del tema de estudio en su aplicabilidad en nuestro país, la información existente es muy escasa en cuanto a cifras, estadísticas o registros cuánticos que permitan dilucidar su evolución.

⁴ MENDEZ ALVAREZ, Carlos Eduardo. Metodología. 2ª. ed. Santafé de Bogotá: McGraw Hill, 2000. p. 124

1. IDENTIFICACIÓN DEL MERCADO DE CAPITAL Y LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS DE COBERTURAS DE RIESGO

De manera inicial, se presenta el marco legal que rige el mercado de capitales en Colombia, para lo cual es necesario establecer en primera instancia su conformación e integración, a fin de ubicar el contexto en el que opera, para de esta manera entender su alcance y aplicabilidad del mercado de derivados financieros.

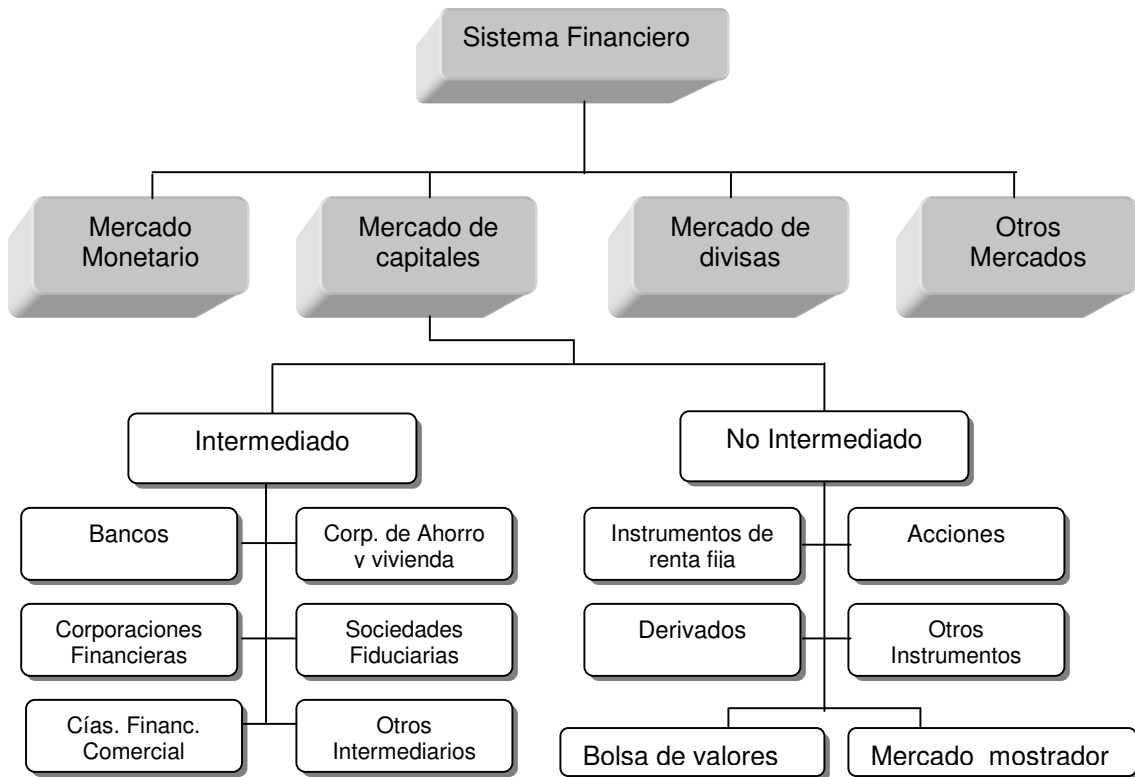
1.1 EL SISTEMA FINANCIERO Y EL MERCADO DE CAPITAL Y

Dentro del sistema económico, las actividades productivas y la distribución de los bienes y servicios requieren formas y fuentes de financiación para su funcionamiento, lo que se traduce en la necesidad de demandar recursos financieros, que a su vez, encuentran en la economía personas naturales y empresas públicas o privadas con excedentes monetarios que ofrecen dichos recursos financieros.

Surge entonces la transferencia de tales recursos, a través de la intermediación de entidades especializadas en servicios financieros, identificando así el sistema financiero como el conjunto de entidades especializadas, oferentes, demandantes e instrumentos que intervienen en el proceso de transferencia de recursos financieros.

A continuación se presenta entonces, la estructura que identifica el sistema financiero y los mercados que lo integran, haciendo énfasis en el mercado de capitales, y dentro del mismo a los instrumentos derivados, como el tema directamente relacionado con el presente estudio.

Figura 1. Estructura del sistema financiero y del mercado de capitales en Colombia



Fuente: Bolsa de Valores Colombia. El mercado de capitales, 2.002

En cuanto al propio mercado de capitales, se entiende como el conjunto de mecanismos a disposición de una economía, que cumplen con la función de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos y la información; asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión⁵.

Tal como se observa en la figura 1 y de acuerdo con el tipo de instrumentos e instituciones que se utilicen, el mercado de capitales se divide en: mercado intermediado y mercado no intermediado.

El mercado intermediado hace referencia a la transferencia del ahorro a la inversión, que se realiza por medio de intermediarios como bancos, corporaciones

⁵ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA, Op. cit., p. 1

financieras, fondos mutuos, corporaciones de ahorro y vivienda y demás entes que hacen parte del sistema financiero ⁶.

Por su parte, el mercado no intermediado comúnmente conocido como el mercado público de valores, es en el que la transferencia del ahorro a la inversión se hace directamente a través de instrumentos, divididos en cuatro grandes grupos: instrumentos de renta fija, de renta variable (acciones), derivados y otros instrumentos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos.

El mercado público de valores como segmento del mercado financiero, tiene la función básica de movilizar recursos estables desde el sector de los ahorradores hacia las actividades productivas mediante la compraventa de documentos especiales, denominados títulos valores.

En el mercado público de valores se pueden realizar transacciones de compra y venta de títulos a través del mercado bursátil que tiene como epicentro una Bolsa de Valores, o del mercado mostrador – **OTC (Over The Counter)** que se desarrolla fuera de las Bolsas de Valores sobre títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. De cualquier manera, su operación en Colombia, está siempre vigilada y reglamentada por la Superintendencia de valores.

1.2 INSTRUMENTOS DERIVADOS

Es vital la importancia de los instrumentos derivados en el desarrollo de los mercados de capitales, ya que su objetivo primordial es servir de instrumentos de cobertura de riesgo asociados a las operaciones realizadas con instrumentos financieros y bursátiles tradicionales, además de permitir especular con el precio de los activos a fin de obtener alguna ganancia.

Un derivado es por tanto, un contrato financiero, entre dos o mas partes, que se deriva del valor futuro de un activo subyacente. Los primeros derivados se hicieron con bienes tales como arroz, bulbos de tulipanes o trigo en la función de activos subyacentes. En la actualidad algunos activos subyacentes todavía son materias primas, pero además se pueden usar casi cualquier otra medida financiera o instrumento financiero, por ello hay derivados que se basan en instrumentos de

⁶ Ibid., p. 1

deuda, tipos de interés, índices bursátiles, instrumentos del mercado monetario, divisas o incluso otros contratos de derivados ⁷.

Los instrumentos derivados persiguen o por lo menos tratan de minimizar y hasta donde sea posible eliminar los riesgos ocasionados por la volatilidad en los precios de algún subyacente financiero o de un activo de materias primas o mercancía (**commodity**). Es de aclarar, que por volatilidad se entiende el grado o la medida de variación a la que está propenso el precio de un activo, como la tasa de cambio y / o la tasa de interés, como los dos principales activos financieros considerados para la operatividad de coberturas de riesgo en nuestro país y sobre los que se fundamenta este estudio.

A manera de historia sobre los derivados, los orígenes de las transacciones de contratos de futuro se remontan a la India en el año 2.000 antes de Cristo, cuando mercaderes de lo que hoy es el emirato de **Bahrein** recibían bienes en consignación para permutarlos en la India. También existen antecedentes de transacciones de futuros en la época grecorromana y mas tarde en el siglo XII en Francia e Inglaterra ⁸.

Históricamente el calendario que puede identificar la evolución de los mercados bursátiles que operan con derivados, incluyendo las fechas en que se establecieron, se puede resumir como sigue:

En 1.571 el **Royal Exchange** de Londres, establecido para promover el comercio internacional.

En 1.744 **Origins of Baltic Exchange**.

En 1.773 **Origins of London Stock Exchange**.

En 1.790 **Philadelphia Stock Exchange**.

En 1.792 **New York Stock Exchange**.

En 1.848 se creó **Chicago Board of Trade – CBOT**, con el fin de proporcionar un lugar donde compradores y vendedores pudieran intercambiar sus productos, al principio las operaciones eran al contado y luego fueron “por llegar”, que eran contratos en los que se especificaba la entrega de un producto a un precio predeterminado y en un momento futuro concreto. El contrato a plazo mas antiguo del CBOT del que hay registro es del 13 de marzo de 1.851 y corresponde a 3.000 medidas de maíz que se tenían que entregar en Junio.

⁷ THE REUTERS FINANCIAL TRAINING SERIES. Curso sobre derivados. Barcelona: Ediciones Gestión 2000 S.A., 2.001. p. 11

⁸ Consultores en calidad total, http://www.quality-consultant.com/gerentica/gerentica_002.htm Mercado de Futuros. p. 1

En 1.870 **New York Cotton Exchange.**
 En 1.872 **New York Mercantile Exchange.**
 En 1.877 **London Metal Exchange.**
 En 1.878 **Tokyo Stock Exchange.**
 En 1.881 **Minneapolis Grain Exchange.**
 En 1.919 **Chicago Mercantile Exchange. - CME**
 En 1.952 **Tokyo Grain Exchange**
 En 1.960 **Sydney Futures Exchange**
 En 1.972 se estableció el Mercado Monetario Internacional – MMI una división de CME. Fue el primer mercado en operar con contratos sobre futuros financieros, los futuros sobre divisas. Hasta ese momento los contratos sobre futuros financieros se hacían en relación a productos o materias primas.
 En 1.973 **Chicago Board Options Exchange – CBOE**, que surge como resultado de que en el año 1.972 a la CBOT le denegaron el permiso para operar con futuros financieros sobre acciones.
 En 1.976 **Hong Kong Futures Exchange – HKFE**
 A finales de la década de los 70 los futuros financieros contratados en bolsa estaban ya firmemente establecidos en todos los mercados bursátiles del mundo.
 En 1.980 **International Petroleum Exchange – IPE**
 En 1.980 Bolsa de mercaderías de Kuala Lumpur, Malasia – KLCE.
 En 1.982 **London International Financial Futures and Options Exchange – LIFFE.**
 En 1.984 Bolsa de futuros internacionales de Manila, Filipinas
 En 1.984 **Singapore International Monetary Exchange.**
 En 1.985 **OM Stockholm**
 En 1.985 Bolsa de Mercaderías & Futuros.
 En 1.986 **Marché à Terme Internationale de France.**
 En 1.987 **Marché des Options Negociables de París.**
 En 1.988 **Swiss Options and Financial Futures Exchange.**
 En 1.989 **Tokyo International Financial Futures Exchange - TIFFE**
 En 1.990 Mercado español de Futuros Financieros - MEFF. (RF / RV)
 En 1.990 Bolsa Sudafricana de futuros de Sur Africa - SAFEX
 En 1.991 Bolsa de Mercaderías & Futuros del Brasil – BM&F
 En 1.991 Bolsa Austriaca de futuros y opciones, Austria – OTOB.
 En 1.992 Mercado Italiano de Futuros - MIF
 En 1.993 **Deutsche Börse.**
 En 1.997 **Amsterdam Exchanger**⁹

Antes de iniciar el análisis de la evolución y factible aplicabilidad de los instrumentos derivados, es necesario presentar las diversas formas en que se dividen los mismos, existiendo los siguientes tipos principales de derivados:

⁹ THE REUTERS FINANCIAL TRAINING SERIES, Op.cit., p. 13 - 16

contratos de futuros, contratos de opciones, contratos **forwards**, operaciones **swap** y operaciones a plazo.

1.2.1 Futuros¹⁰. Un contrato de futuros es un acuerdo, negociado en una bolsa o mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores en una fecha futura, a un precio previamente establecido por las partes.

A su vez, dentro de los contratos de futuros, se pueden adoptar o asumir posiciones largas o cortas, es así que quien compra contratos de futuros, adopta una posición larga, por lo que tiene el derecho a recibir en la fecha de vencimiento del contrato, el activo subyacente objeto de la negociación. De manera contraria, quien vende contratos adopta una posición corta ante el mercado, por lo que al llegar la fecha de vencimiento del contrato, deberá entregar el correspondiente activo subyacente, recibiendo a cambio el cobro de la cantidad correspondiente, acordada en la fecha de negociación del contrato de futuros.

Una operación de un contrato de futuros se puede comprar con la intención de mantener el compromiso hasta la fecha de su vencimiento, procediendo a la entrega o recepción del activo correspondiente, pero también puede ser utilizado como instrumento de referencia en operaciones de tipo especulativo o de cobertura, ya que no es necesario mantener la posición abierta hasta la fecha de vencimiento, dado que si se estima oportuno puede cerrarse la posición con una operación de signo contrario a la inicialmente efectuada.

Es así, que cuando se tiene una posición compradora, puede cerrarse la misma sin esperar a la fecha de vencimiento simplemente vendiendo el número de contratos compradores que se posean; de forma inversa, alguien que posee una posición vendedora puede cerrarla anticipadamente acudiendo al mercado y comprando el número de contratos de futuros precisos para quedar compensado.

El contrato de futuros, cuyo precio se forma en estrecha relación con el activo de referencia o subyacente, cotiza en el mercado a través del proceso de negociación, pudiendo ser comprado o vendido en cualquier momento de la sesión de negociación; lo que permite la activa participación de operadores que suelen realizar operaciones especulativas con la finalidad de generar beneficios, pero que aportan la liquidez necesaria para que quienes deseen realizar operaciones de cobertura puedan encontrar su respectiva contrapartida.

¹⁰ Mercado de futuros. <http://www.futuros.com>

Desde hace más de dos siglos se negocian contratos de futuros sobre materias primas, metales preciosos, productos agrícolas y mercaderías diversas; pero para productos financieros se negocian desde hace dos décadas, existiendo futuros sobre tipos de interés a corto, medio y largo plazo, futuros sobre divisas y futuros sobre índices bursátiles.

1.2.2 Opciones¹¹. Una opción es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y en un momento futuro.

Existen dos tipos básicos de opciones: contrato de opción de compra (**call**) y contrato de opción de venta (**put**).

Tal como opera en los futuros, existen dos estrategias elementales, que son la compra y la venta de contratos; adicionalmente en opciones existen cuatro estrategias, que son las siguientes: compra de opción de compra (**long call**), venta de opción de compra (**short call**), compra de opción de venta (**long put**) y venta de opción de venta (**short put**).

La simetría de derechos y obligaciones que existe en los contratos de futuros, donde las dos partes se obligan a efectuar la compraventa al llegar la fecha de vencimiento, se rompe en las opciones donde una de las partes, concretamente la compradora de la opción, tiene el derecho, pero no la obligación de comprar (**call**) o vender (**put**), mientras que el vendedor de la opción solamente va a tener la obligación de vender (**call**) o de comprar (**put**). Dicha diferencia de derechos y obligaciones genera la existencia de la prima, que es el importe que abonará el comprador de la opción al vendedor de la misma.

Dicha prima, que refleja el valor de la opción, cotiza en el mercado y su valor depende de diversos factores tales como: cotización del activo subyacente, precio de ejercicio de la opción, volatilidad, tipo de interés del mercado monetario, tiempo restante hasta el vencimiento y dividendos (este último sólo para opciones sobre acciones).

¹¹ Ibid.

El precio de ejercicio es aquel al que se podrá comprar o vender el activo subyacente de la opción como consecuencia de ejecutar el derecho otorgado por el contrato al comprador del mismo.

Una opción tiene cinco características fundamentales que la definen, como son: el tipo de opción (compra – **call** - o venta – **put** -), el activo subyacente o de referencia, la cantidad de subyacente que permite comprar o vender el contrato de opción, la fecha de vencimiento y el precio de ejercicio de la opción.

Las opciones pueden ser ejercidas en cualquier momento hasta su vencimiento (opciones americanas) o solamente en el vencimiento (opciones europeas).

La comparación entre el precio de ejercicio y la cotización del activo subyacente sirve para determinar la situación de la opción (**in, at o out of the money**) y su conveniencia de ejercerla o dejarla expirar sin ejercer el derecho otorgado por la compra de la opción. Se dice que una opción **call** está **in the money** si el precio de ejercicio es inferior a la cotización del subyacente, mientras que una opción **put** está **in the money** cuando el precio de ejercicio es superior a la cotización del subyacente.

Bajo iguales premisas, una opción está **out of the money** cuando se da la situación contraria a la descrita anteriormente para las opciones **in the money**, con la excepción de las opciones que están **at the money** que sólo sucede cuando el precio de ejercicio y precio del subyacente coinciden.

Al igual que los contratos de futuros, las opciones se pueden negociar sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles, pero adicionalmente se negocian opciones sobre acciones y opciones sobre contratos de futuros.

Adicionalmente existen los **Caps** que son contratos entre un prestamista y un prestatario, donde el prestatario se asegura que no tendrá que pagar más que cierta tasa máxima de interés sobre los fondos prestados.

También se incluye **Floor** que son contratos a la inversa de los anteriores, donde el prestamista o inversionista paga una prima (**premium**) para asegurarse que la tasa de interés no caerá por debajo de una tasa mínima.

Finalmente los **Collars** como un instrumento que mezcla los dos anteriores, en el que tanto el prestamista como el prestatario se cubren respectivamente de una caída o un elevación de la tasa de interés por debajo o por encima de un nivel determinado previamente.

1.2.3 Operaciones **forward**¹². Son contratos similares a los futuros, pero se diferencian en que en estos no se estandarizan los montos, las monedas, ni las fechas de vencimiento, y además, no se negocian en bolsa sino directamente entre las partes.

Un **forward** es entonces, todo acuerdo o contrato entre dos partes, hecho a la medida de sus necesidades y por fuera de bolsa, para aceptar o realizar la entrega de una cantidad específica de un producto o subyacente. Generalmente, en la fecha en que se realiza el contrato no hay intercambio de flujo de dinero entre las partes.

Desde un punto de vista que se limita a los flujos contables, un **forward** es un juego que tiende a ser de suma cero en la medida que en el momento de valorar el contrato contra el mercado una de las partes registra ganancia, mientras que la otra registra una pérdida de similar magnitud.

En un contrato de **forward** el riesgo de contraparte y el riesgo de mercado son los más importantes. Mas adelante se hace claridad sobre dichos riesgos.

Un contrato de **forward** se puede cumplir en tres formas: haciendo entrega física del producto, como divisas o títulos de acuerdo con el contrato. En el caso de títulos desmaterializados se entiende como entrega física la debida anotación en el registro que para el efecto se lleva en **DCV o Deceval**.

Una segunda forma, es liquidándolo contra un índice, por ejemplo, como puede ser la tasa DTF (Tasa de depósito a término fijo) o la TBS (Tasa Básica de Superbancaria) en el caso de contratos **forward** sobre peso / dólar. En estos casos no hay entrega física del producto sino que las partes se obligan a entregar o a recibir en pesos la diferencia entre el valor de la tasa pactada (de interés o cambio) y el valor de la tasa de referencia vigente en la fecha de cumplimiento.

¹² Ibid

Un tercera forma, mediante el cumplimiento financiero, entregando o recibiendo en efectivo el monto equivalente al valor del mercado subyacente.

A su vez, los contratos **forwards** sobre productos financieros, se dividen en tres modalidades: instrumentos que no generan utilidades, instrumentos que generan utilidades o rendimientos fijos e instrumentos que generan utilidades que se reinvierten.

Existen también tres formas de expresar el precio de ejercicio, es decir el precio futuro del activo: **forward** directo (**outright rate**), puntos **swaps** y porcentaje anual del premio / descuento.

Para mayor claridad de cada uno de ellos, se presenta su respectiva operatividad, así: **forward** directo hace referencia a que no se involucra una transacción **spot**, es decir, dado que esta operación ocurre casi siempre entre un banco y su cliente, en la que no se intercambia dinero en el momento del contrato, simplemente se estipula el precio en el futuro del activo en cuestión.

Para los puntos **swaps**, que es una transacción que se da en el mercado interbancario, donde se vende y compra una divisa y al mismo tiempo, se acuerda recomprarla y revenderla en alguna fecha futura; cuya diferencia entre el precio de venta y el precio de compra, se le conoce como tasa **swap**.

El porcentaje anual del premio / descuento, se relaciona cuando el valor de una divisa (en términos de la moneda nacional) es mayor que su precio **spot**, lo que significa que la divisa cotiza con premio e implica por su parte, que la moneda doméstica se cotiza con descuento.

Usualmente los participantes del mercado **forward** son los bancos y sus clientes y es en esta relación en la que se hace el contrato, ya que el instrumento que genera el contrato ha de estar fundamentado en la confianza.

Dentro de los usos del mercado **forward**, se mencionan: cobertura de riesgo (**hedging**) en la que se toma una posición temporal en el mercado **forward** que sea exactamente igual y opuesta a una posición actual o anticipada del flujo de efectivo, de tal forma que las pérdidas / ganancias de la transacción **forward**, compensen la ganancia / pérdida de la transacción en efectivo.

Una segunda forma de uso es la intermediación / especulación, en la que los operadores tienden a comprar y vender contratos **forward**, con la esperanza de beneficiarse de pequeños cambios en los precios y obtener utilidades al comprar barato y vender caro. Usualmente los especuladores tomarán posiciones largas y las mantendrán por un período mayor que los operadores.

Finalmente existe el arbitraje, el cual se define como la compra o venta en el mercado **forward** y simultáneamente tomar una posición contraria en otro mercado, en un intento de obtener una utilidad en ambos mercados. El arbitraje puede ser posible por ejemplo entre los mercados **forward** y futuros.

1.2.4 Operaciones en el mercado **swap**¹³. Aunque este producto vino a existir solo en años muy recientes, puede ser relacionado a los años 1.800s con la Ley de ventaja comparativa de Ricardo. En esencia, esta ley examinaba dos países los cuales ambos producían tela y vino.

Si el país A puede producir tela más eficientemente que el país B, entonces tiene una ventaja absoluta en tela sobre el país B. Sin embargo, de acuerdo a la Ley de Ricardo, aún si A tiene una ventaja absoluta en tela y vino sobre B, no hay razón para que los dos no puedan negociar.

El país A debe concentrarse en producir el producto en el cual tenga la más grande ventaja comparativa, dejando la producción del otro producto para B. Los dos pueden entonces intercambiar sus abastecimientos en exceso uno con otro, permitiendo a ambos completar sus requerimientos para el producto que no producen con el resultado neto de que ambos se beneficiarían.

En el mercado financiero, ningún mercado ha crecido o se ha desarrollado con tanta rapidez como el mercado de operaciones de permuta financiera o **swap**, entendido como el acuerdo entre dos empresas para intercambiar flujos de efectivo en un futuro de acuerdo a una fórmula preestablecida.

Los **swaps** se utilizan fuertemente por entidades corporativas industriales y financieras, bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, organizaciones mundiales y gobiernos nacionales. Compiten pero al mismo tiempo se complementan con otras herramientas para la administración del riesgo, tales

¹³ Ibid

como futuros, opciones y **forwards** de los que ya se realizó su debida presentación.

Además de su valor para el manejo de riesgos, los **swaps** son también muy útiles para reducir el costo del financiamiento, para atenuar el estancamiento de los flujos de caja, para arbitrar la curva de rendimiento, para crear instrumentos sintéticos, para entrar a nuevos mercados y para explotar economías de escala.

La estructura básica de un **swap** es muy sencilla, con la intervención de dos agentes llamados contrapartes, los cuales acuerdan realizar pagos uno al otro sobre la base de algunas cantidades de activos subyacentes.

El **swap** comienza en su fecha efectiva, que también es denominada fecha de valor y termina en su fecha de terminación, también es denominada fecha de vencimiento. El período de tiempo entre estas dos fechas se llama duración o vencimiento del **swap**. A lo largo de esta duración, los pagos de servicio se harán en intervalos periódicos, tal y como se especifica en el propio documento del **swap**, siendo los mas comunes los pagos anuales, semestrales, trimestrales o mensuales y comienzan a acumularse a partir de la fecha de valor o fecha efectiva hasta la fecha de vencimiento.

Dentro de los **swaps**, se conoce el **swap back to back** que se refiere a aquel donde dos empresas de diferentes nacionalidades se otorgan préstamos entre sí, denominados en su propia moneda y en los términos correspondientes a sus propios mercados por cantidades equivalentes en valor y en plazo. Por medio de esta clase de contratos, las empresas primero intercambian el principal, después los pagos de intereses y por último se canjea el principal al término del contrato.

Entre los diferentes tipos de **swaps** están los **swaps** sobre tasas de interés, sobre divisas y sobre materias primas.

En cuanto al mercado de **swaps** de tasas de interés, se desarrolló para utilizar ventajas relativas de crédito y es así como a comienzos de la década de 1.980 los **swaps** se daban usualmente entre un banco y una compañía, debido a que los bancos encontraban que eran mas fácil obtener financiamiento a tasa fija, mientras que para las compañías era mas fácil encontrar financiamiento con tasa flotante.

El **swap** de tasa de interés que mas comúnmente se utiliza es el que se denomina **swap** genérico o convencional, también llamado como **swap** de vainilla. Este tipo de **swap** es un préstamo y depósito de principales en la misma moneda, el mismo capital y el mismo vencimiento, con un uso particularmente importante como es la reducción de los costos de financiamiento.

Para la fijación de precios, los componentes principales del precio de un **swap** son los siguientes: precio de referencias, la oferta y demanda que usualmente se refiere a bonos o futuros, los costos de la transacción o costos de financiamiento y el riesgo del crédito o probabilidad de incumplimiento de la contraparte.

Entre las variantes del **swap** sobre tasas de interés se incluyen:

⌚ **Swaps** amortizables y acumulables. Amortizables son aquellos, cuyo principal está reducido o concentrado en uno o mas puntos en el tiempo, previos al vencimiento del **swap**. Los acumulables son aquellos en los que el principal es incrementado en uno o mas puntos del tiempo previo al vencimiento del mismo. Ambos requieren un calendario separado estipulando la amortización o acumulación de los principales.

⌚ **Swaps roller coaster**. Es el del tipo montaña rusa, en los cuales el capital aumenta y disminuye durante la vida del **swap**, estipulan un período de acumulación seguido de un período de amortización de principales.

⌚ **Swaps** indexados a hipoteca y de obligación hipotecaria colateral. Estipula la amortización de los principales de una manera consistente con al amortización de una hipoteca.

⌚ **Swaps** base. También llamados **swaps** de variable por variable o flotante por flotante, son **swaps** en los que ambas ramas son variables, pero están vinculados a dos diferentes índices, ejemplo por un lado puede estar vinculado a una tasa LIBOR a seis meses, mientras que por otro a una tasa LIBOR a tres meses.

⌚ **Swap** de curva de rendimiento. Ambas ramas son flotantes, pero a diferencia de los **swaps** base, los dados flotantes pueden estar vinculados con tasas de largo plazo.

⌚ **Swaps** cupón cero. Son **swaps** de fija por variable en los que la tasa fija es la de un bono cupón cero. Es decir, no se realiza ningún pago en la rama de la tasa fija del **swap** hasta el vencimiento y al término de este se fija la tasa y se hace un pago simple.

⌚ **Swaps forward.** También llamados **swaps** diferidos y son aquellos en los que el cupón se fija en la fecha de la transacción, pero el **swap** no comienza por ejemplo a acumular intereses, hasta una fecha posterior que puede ser 30, 60 días o cualquier otro término.

⌚ **Swaps** de fijación retrasada de tasa. Llamado así mismo, **swaps** de fijación diferida de tasa, comienzan inmediatamente, pero su cupón no se fija sino en fecha posterior. El tiempo de fijación de la tasa se deja con límites contractuales a discreción del usuario final.

⌚ **Swaps** pagadero a la demanda, colocable y ampliado o **swaps** con opción. Son en los que una parte tiene el derecho, no la obligación de extender o acortar la duración del mismo. En un **swap** pagadero a la demanda, el que paga la tasa fija tiene el derecho a terminar antes el **swap**. En el **swap** colocable, el que paga la tasa variable tiene el derecho a terminar antes del **swap** y en un **swap** ampliado una parte tiene el derecho de extender la duración del **swap** más allá de la fecha programada de terminación.

⌚ **Swaps** de tasa límite. En los que la tasa variable tiene límites y pueden obtenerse mediante la incorporación de dichos límites directamente en los términos del **swap**, o conseguirse por separada a través de una agente específico.

⌚ **Swaptions.** Son opciones sobre **swaps**, que otorgan al comprador el derecho pero no la obligación, de participar en un **swap** de tasa de interés y con una tasa fija igual al precio tope de la opción.

⌚ **Swaps** basados en activos. La mayoría de los **swaps** se realizan con el fin de transformar el carácter de las obligaciones de los usuarios finales, muchos de los cuales se han suscrito con el fin de transformar el carácter de los activos de dichos usuarios y se identifican como **swaps** con base en activos.

Respecto de los **swaps** sobre divisas, se entiende como un contrato para intercambiar pagos de interés en una divisa por los pagos de interés denominados en otra divisa.

Entre las principales razones por las cuales las empresas utilizan **swaps** de divisas son las siguientes: el **swap** de divisas puede ser utilizado para cubrir riesgos en los cambios de las monedas, es decir una empresa puede transformar la denominación de las divisas de sus créditos para asegurar ganancias que no se logran en pasivos en moneda extranjera, en tiempos en los que los tipos de cambio son favorables.

Otra de las razones para la utilización de los **swaps** en divisas, es que se puede lograr un menor costo de financiamiento mediante la obtención de créditos en un país extranjero y la realización de **swaps** en moneda nacional. También una empresa puede estar en posibilidades de utilizar sus fondos excedentes en forma mas efectiva en divisas bloqueadas. Se puede usar como una manera de evitar los reglamentos sobre el control de cambios o como medio para explotar las oportunidades de arbitraje o puede ser utilizado conjuntamente con una cartera de activos, para poder obtener una disminución de cartera mas activa.

La estructura básica de un **swap** sobre divisas implica tres conjuntos distintos de flujo de efectivo a saber: el intercambio inicial de principales, los pagos de interés realizados en forma recíproca entre cada contraparte y el intercambio final o reintercambio de principales.

No es obligatorio intercambiar el capital, los pagos de interese los realiza una de las contrapartes a la otra, con base en el capital y en la divisa que se maneja.

En un **swap** de divisas, las monedas en que los principales están denominados son diferentes y por esta razón, normalmente necesitan ser intercambiados. Un **swap** de divisas es viable siempre y cuando una contraparte tenga acceso comparativamente mas barato a una divisa que lo que puede tener otra contraparte.

Entre las formas de **swaps** de divisas, se cuentan:

» **Swaps** de divisas, fija a fija. Se refiere a que cada una de las partes tengan acceso a fondos baratos en países diferentes. Es decir, cada una puede obtener

fondos en el país en el que tiene ventaja y por tanto, los pagos se realizan en dos divisas distintas, siendo los pagos por intereses fijos y con las mismas fechas de intercambio de pagos.

» **Swaps** de divisas variable por variable. Implica el intercambio entre dos partes de flujos de pagos referidos a deudas denominadas en distintas divisas y siendo ambas deudas de tipo variable.

Para finalizar respecto de los **swaps** sobre materias primas, la primera contraparte realiza pagos periódicos a la segunda a un precio unitario fijo por una cantidad nominal o principal de alguna materia prima. En tanto que la segunda contraparte paga a la primera un precio unitario variable, normalmente un precio promedio basado en observaciones periódicas de un precio **spot**, por una cantidad nominal dada de alguna materia prima. Las materias primas pueden ser iguales, que es lo más usual, o diferentes.

El término nominal, se refiere a la cantidad sobre la cual se estipula un contrato **swap** y que no es objeto de transferencia, sino que sirve solamente de referencia para el cálculo de intereses en la operación.

1.2.5 Operaciones a plazo de cumplimiento financiero – OPCF¹⁴. Se entiende por operaciones a plazo, la compra y venta de valores en Bolsa, cuando al momento de ser celebrada se pacte que su cumplimiento se realizará en una fecha posterior de la que le correspondería si se hubiese realizado de contado, y en todo caso, no después de 365 días calendario. Las operaciones a plazo se clasifican por la modalidad de su cumplimiento en operaciones de cumplimiento efectivo y operaciones de cumplimiento financiero.

Son de cumplimiento efectivo aquellas operaciones a plazo en las cuales el vendedor y el comprador, se obligan irrevocablemente a entregar los valores vendidos en la fecha de cumplimiento de la operación, el primero, y a pagar en dicha fecha el precio pactado, tratándose del segundo.

Por su parte, serán de cumplimiento financiero aquellas operaciones a plazo en las cuales el cumplimiento se hace únicamente con la entrega del diferencial en dinero entre el precio pactado en la operación a plazo y el precio de mercado del valor correspondiente el día de cumplimiento de la operación. La entrega se hará

¹⁴ Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co>

por parte del vendedor o del comprador, según el precio de mercado sea superior o inferior, respectivamente, al fijado en la operación a plazo.

La gran virtud de los instrumentos derivados; vale decir, **forward**, contratos a futuro, permutas financieras o **swaps** y opciones; es la de ofrecer un amplio potencial de apalancamiento, dado que en comparación con el mercado de contado, permiten con igual capital realizar un número mayor de operaciones. Es decir, la operación derivativa puede realizarse mediante un depósito equivalente a un porcentaje de la operación total, denominado margen que se efectúa en el sistema de garantía OPCF, con lo cual no es necesario colocar el monto total de la inversión.

Los contratos a futuro sobre OPCF están estandarizados respecto al tamaño del contrato, fecha de vencimiento y número de vencimientos abiertos en la Bolsa de Valores Colombia, el cual establece la obligación de comprar o vender cierta cantidad de un activo en una fecha futura a un precio determinado, asumiendo las partes la obligación de celebrarlo y el compromiso de pagar o recibir las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias de precios del contrato, durante la vigencia del mismo y su liquidación. Tiene el respaldo y es garantizado por una cámara de compensación.

A diferencia de los contratos futuros, los **forward** no son estandarizados en términos de monto, calidad y fecha definidos por la Bolsa de Valores de Colombia; sino que son particulares para cada operación. Además, en los contratos de OPCF, el cumplimiento de las operaciones se realiza mediante el giro diario de las pérdidas o ganancias, conocido como ya se mencionó de cumplimiento financiero. Por su parte, en los contratos **forward**, las partes se obligan en la fecha de cumplimiento de la operación a la entrega física del activo objeto de negociación y al pago del mismo, lo cual se tipifica como cumplimiento efectivo.

Finalmente, en los contratos sobre OPCF el comprador y el vendedor deben constituir la garantía básica para tener derecho a comprar o vender los contratos, en tanto que las operaciones **forward** no constituyen garantía alguna. Los contratos a futuro están respaldados por un cámara de compensación, en tanto que los **forward** no.

1.2.6 Operaciones carrusel¹⁵. Se consideran una primera etapa importante del mercado de futuros y ha registrado en Colombia una participación importante de

¹⁵ Ibid

las Sociedades corredores de Bolsa de valores, las entidades financieras (Bancos) y los fondos administrados. Aunque de manera normal dichas operaciones se originan en la Bolsa de valores, no siempre tienen ese origen. Es a través de la Bolsa de valores donde se procesa al menos dos de los segmentos que la componen.

Un carrusel puede estar compuesto por muchos segmentos, pero la mayoría se compone de tres segmentos que a menudo se conocen como cabeza, cuerpo y cola y es así como sobre un mismo título se puede convertir en varias transacciones, con diversos plazos y a diferentes tasas de rendimiento.

Las entidades financieras utilizan el carrusel como un dispositivo de cobertura, especialmente para establecer pequeñas posiciones en tasas de interés a corto plazo, para protegerse contra tasas de interés en aumento, e incluso para convertir los títulos de largo plazo (3 a 5 años) en corto plazo (90 días).

El mercado carrusel proporciona un medio adecuado, pero al mismo tiempo arriesgado para la especulación en la curva de rendimiento. Es así como quien emite el título, acuerda venderlo a otro inversionista al final del primer período, apostando a que al final de un determinado período, tendrá mayores retornos al rodar continuamente como una posición a corto plazo, de la que obtendría si se limitara a invertir pasivamente en un instrumento por el mismo período de tiempo.

Es decir, se está asumiendo o proyectando que las tasas de corto plazo suban más rápido que las de largo plazo, durante el período en el que utilice dicha estrategia, lo cual hace que resulte especialmente riesgosa cuando las tasas se estabilizan o bajan.

En definitiva, el mercado carrusel por su alto riesgo es fácilmente suplantado por un mercado de tasas de interés de futuros / opciones, ya que a diferencia de los futuros, una negociación de carrusel, es difícil y demorada, por cuanto todos los segmentos deben disponerse al mismo tiempo; una vez ejecutada no se puede cancelar, es decir la cadena debe permanecer íntegra hasta el vencimiento; involucra el riesgo de la contraparte y carece de la transparencia de precio de un mercado de futuros¹⁶.

¹⁶ POWERS, Mark J. El mercado de derivados en Colombia. Santafé de Bogotá : Fundación para la educación superior y el desarrollo – FEDESARROLLO, 1.996. p 76 - 79

Finalmente, es de reseñar las principales diferencias entre los derivados contratados en bolsa o en el mercado mostrador OTC, las cuales se resumen así:

Tabla 1. Diferencias de los derivados contratados en Bolsa y en OTC

En Bolsa de Valores	OTC
Derivados disponibles Futuros Opciones	Derivados disponibles Contratos a plazo Opciones Swaps
Derivados contratados en un mercado competitivo.	Derivados contratados en privado y negociados individualmente
Especificaciones contractuales estandarizadas y publicadas	No hay especificaciones estándar
Los precios son transparentes	Los precios no son tan transparentes
Los operadores bursátiles se desconocen entre ellos	Los operadores bursátiles deben conocerse entre ellos
El horario de contratación está fijado y se deben respetar las reglas de la bolsa	Las transacciones menos líquidas se contratan durante horarios locales
Las posiciones se pueden intercambiar fácilmente	Las posiciones no se cierran ni se transfieren fácilmente
Pocos contratos acaban vencidos o entregados físicamente	La mayoría de los contratos acaban vencidos o entregados físicamente

Fuente: Curso sobre derivados, **Reuters**. Barcelona 2001. p. 24¹⁷

¹⁷ THE REUTERS FINANCIAL TRAINING SERIES, Op.cit., p. 24

1.3 APLICACIONES PRACTICAS DE LAS OPERACIONES DE COBERTURA, ESPECULACIÓN Y ARBITRAJE

En las aplicaciones prácticas de los contratos de futuros y opciones se utiliza la cobertura, la especulación y el arbitraje como método de clasificación para enumerar las operaciones a realizar, por tanto se ha de proceder a describir conceptualmente los tres tipos de aplicaciones prácticas.

1.3.1 Cobertura. Las operaciones de cobertura vienen dadas por el deseo de reducir o eliminar el riesgo que se deriva de la fluctuación del precio del activo subyacente.

Como regla general, una posición compradora o "larga" en el activo al contado se cubre con una posición vendedora o "corta" en el mercado de futuros. La situación inversa, es decir, una posición "corta" en el activo al contado, se cubre con una posición compradora o "larga" en el mercado de futuros.

La cobertura es más efectiva cuanto más correlacionados estén los cambios de precios de los activos objeto de cobertura y los cambios de los precios de los futuros. De esta manera, la pérdida en un mercado viene compensada total o parcialmente por el beneficio en el otro mercado, siempre y cuando se hayan tomado posiciones opuestas.

1.3.2 Especulación. Se trata de una actuación que pretende obtener beneficios por las diferencias previstas en las cotizaciones, basándose en las posiciones tomadas según la tendencia esperada. El especulador pretende maximizar su beneficio en el menor tiempo posible, minimizando la aportación de fondos propios.

Cuando se posee o se prevé tomar una posición firme de contado y no se adopta cobertura alguna, también se está especulando. Dicha actuación debe calificarse de especulación pasiva o estática, a diferencia de la anteriormente enunciada, que se refiere a especulación activa o dinámica.

El elevado grado de apalancamiento financiero o "efecto leverage" que se consigue en los contratos de futuros hace especialmente atractiva para el especulador la participación en dichos mercados; por ello, quienes realizan operaciones de carácter especulativo dinámico saben que el importante efecto

multiplicativo de las plusvalías va a resultar muy gratificante cuando se prevea correctamente la tendencia de las cotizaciones.

Precisamente por el alto grado de apalancamiento que incorporan los contratos de futuros y por su evolución de carácter simétrico respecto a la generación de pérdidas y ganancias, los especuladores deben conocer que el mismo efecto multiplicativo, pero en sentido inverso, se produce al prever erróneamente la tendencia de las cotizaciones, siendo por ello conveniente adoptar medidas de precaución como complemento de la operación especulativa.

La especulación es muy positiva para el buen funcionamiento del mercado, dotando al mismo de mayor grado de liquidez y estabilidad, así como de un mayor grado de amplitud, flexibilidad y profundidad en la cotización de los contratos. Debe considerarse que la contrapartida negociadora de un especulador es, en numerosas ocasiones, alguien que realiza una operación de cobertura.

1.3.3 Arbitraje. El arbitrajista trata de obtener beneficios a través del aprovechamiento de situaciones anómalas en los precios de los mercados. Es la imperfección o ineficiencia de los mismos la que genera oportunidades de arbitraje. Sin embargo, a través de dichas operaciones los precios tienden a la eficiencia. La intervención del arbitrajista resulta positiva y necesaria para el buen funcionamiento del mercado.

El arbitraje es una operación de oportunidad que se suele dar durante períodos de tiempo relativamente cortos; para ello, los arbitrajistas, atentos a la evolución del mercado, deben actuar antes de que la intervención de los restantes operadores elimine las oportunidades de arbitraje.

Una operación genuina de arbitraje se basa en la ejecución de una estrategia de intercambios con las siguientes características:

- No requiere inversión inicial neta, ya que la operación se realiza con financiación ajena; si se realizara con fondos propios deberá considerarse el costo de oportunidad correspondiente.
- Produce un beneficio neto positivo.
- Está libre de riesgo de sufrir pérdidas.

Las actuaciones arbitrajistas incluyen una extensa gama de operaciones cruzadas, entre las que se incluyen como más representativas y habituales los arbitrajes futuro-contado, futuros-opciones, futuros y opciones de diferentes vencimientos y futuros y opciones iguales o similares, pero cotizados en diferentes mercados.

1.4 PRACTICA DE COBERTURA COMO ESTRATEGIA EMPRESARIAL

Tal como se puede demostrar en el capítulo 3º. del presente documento, con las estadísticas a nivel mundial, relacionadas con la utilización de contratos de cobertura por categoría de riesgo e instrumento financiero, las empresas utilizan cuantiosos recursos a la gestión del riesgo, lo cual consiste en evaluar y gestionar con la ayuda de derivados financieros, el grado de exposición de la empresa a distintas fuentes de riesgo.

Entre las razones principales para que una empresa decida protegerse frente al riesgo se mencionan, minimización de la carga impositiva, reducción de los costes de las dificultades financieras y ajuste de los flujos de caja a las necesidades de inversión¹⁸.

Sin embargo, la práctica internacional enseña que las empresas mas grandes tienden a hacer un mayor uso de instrumentos derivados que las empresas mas pequeñas; así mismo, las empresas con mas oportunidades de crecimiento tienden a hacer un mayor uso de instrumentos derivados, lo cual es coherente con el hecho de que las empresas que mas gastan o invierten en Investigación & Desarrollo I & D, se cubren con el fin de asegurarse que dispondrán de suficiente liquidez para financiar internamente sus oportunidades de inversión.

Entre los riesgos a los que se enfrenta una empresa en el desarrollo de su actividad, se encuentran entre otros, los riesgos derivados de los movimientos en el tipo de interés, de las fluctuaciones en el tipo de cambio, de la fase del ciclo económico, de la situación de la inflación, de los precios de los productos de la empresa y del sector económico al que pertenece.

De cualquier manera, su aplicación práctica a una empresa, ha de estar acorde con la exposición del flujo de caja futuro a los factores de riesgo que mas impacto

¹⁸ GRINBLATT, Mark y TITMAN, Sheridan. Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. 2ª. ed. Madrid: McGraw Hill, 2.002. p. 585

pueden ocasionarle, con sus respectivos coeficiente betas como medida de sensibilidad de los flujos de caja a dichos factores de riesgo.

Finalmente y de manera complementaria, se registra a manera de enunciados, algunas estrategias en materia de coberturas de riesgo que se pueden implementar como estrategias empresariales, a través de los diversos instrumentos financieros según la respectiva categoría de riesgo.

Es así como una vez establecidas las variables que configuran el flujo de caja futuro sobre el que se basa la exposición del riesgo de la empresa , surgen entonces las diversas alternativas de cobertura tales como: Cobertura de los compromisos a corto plazo utilizando contratos a plazo del mismo vencimiento, para lo cual los **forward** constituyen uno de los instrumentos mas utilizados.

Se incluye también la cobertura de los compromisos a corto plazo con contratos de futuros de igual vencimiento, es decir, cubrir compromisos que implican una exposición al riesgo mediante contratos de futuros (**marking to market**) que vencen en la misma fecha que esas obligaciones.

Al respecto es de aclarar que mientras los contratos a plazo pueden diseñarse a la medida de las necesidades específicas de la empresa, los contratos de futuros están estandarizados. De igual forma es de mencionar, que la diferencia fundamental entre un **forward** y un contrato de futuros, está en la distribución de sus flujos de caja en el tiempo. Es así como en un contrato de futuros, el beneficio (o pérdida) se materializa día a día, en lugar de obtenerse en forma de un pago único en la fecha de vencimiento, como es el caso de un contrato a plazo.

Otra forma de cobertura es la de los compromisos a largo plazo mediante contratos de futuros o contratos **forward** con vencimiento a corto plazo. Dicha situación surge del hecho que la mayoría de los instrumentos financieros y especialmente los futuros, tengan vencimiento a plazos relativamente cortos, lo cual constituye un serio problema de cobertura para muchas empresas, ya que los compromiso que asumen son generalmente de largo plazo.

Coberturas mediante permutas financieras, en este sentido el éxito del mercado de permutas financieras o **swaps**, se debe en parte a que dichos instrumentos suelen tener vencimientos mas largos que los contratos ofrecidos en los mercados **forward** y de futuros.

Cobertura mediante opciones, las cuales pueden utilizarse de dos maneras diferentes para cubrir el riesgo. La primera denominada estrategia de opción cubierta, en la que se emite o se adquiere una opción por cada unidad el activo o pasivo que origina la exposición al riesgo. La otra posibilidad es la llamada cobertura delta, cuya aplicación no es tan arraigada, aparte de su interpretación basada precisamente en un cálculo del delta de la opción, por tanto solo se limita a su enunciado¹⁹.

¹⁹ Ibid., p. 619 - 635

2. LEGISLACIÓN EXISTENTE PARA LA OPERACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA

En Colombia no existe un mercado de opciones y futuros de activos financieros debidamente organizado que permita reducir o eliminar los riesgos implícitos al realizar operaciones a través o fuera de bolsa. Aun así, se han desarrollado algunos instrumentos de cobertura que no han tenido la aceptación esperada y han girado entorno de mecanismos de cobertura de riesgo sencillos tales como: los **swaps** criollos (implementados en 1994), operaciones a plazo de cumplimiento efectivo y cumplimiento financiero (en 1996), carrusel (en 1987), ventas en corto, transferencia temporal de valores, operaciones simultáneas (en 1997), y los **forwards** de tasas de cambio (a principios de los años 90).

La mayoría de los instrumentos anteriormente mencionados son utilizados para contrarrestar los riesgos de tasas de interés y de tasas de cambio, a excepción de las ventas en corto cuyo objeto consiste en cubrirse ante variaciones en el precio de las acciones.

En lo que respecta a los **forwards** en Colombia, estos se han convertido en un instrumento de uso casi exclusivo del sector financiero, que buscan ante todo cubrir riesgos cambiarios derivados de operaciones de importación o exportación.

La mayoría de las operaciones sobre activos financieros que se realizan en el mercado bursátil y en mercado OTC, no cuentan con instrumentos de cobertura que reduzcan su exposición al riesgo. Una de las razones por las cuales se presenta esta situación obedece a que tanto inversionistas pequeños como institucionales no ven en estos escenarios la eliminación del riesgo de contraparte, como si ocurre en los mercados de derivados, donde las obligaciones se adquieren con la cámara de compensación y liquidación y no con un individuo o una sociedad.

Bajo la anterior evidencia y con la perspectiva de lograr un mercado de valores acorde con las exigencias y estándares internacionales, se hace necesario determinar los requerimientos legales y económicos que permitan la implementación de un mercado de derivados en el mediano plazo, de forma tal que se pueda dotar al mercado de capitales con instrumentos que permitan a los inversionistas limitar el riesgo al que se encuentran expuestos, beneficiarse de un mercado al alza o a la baja; el establecimiento de un mercado secundario de

compra y venta de instrumentos derivados; un costo de cobertura relativamente bajo en comparación con el valor de la inversión principal; agentes especializados y profesionales en la materia; así como altos niveles de oferta y demanda de derivados.

2.1 NORMATIVIDAD EXISTENTE EN COLOMBIA, SOBRE OPERACIONES DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS

Se menciona de manera inicial, que la Superintendencia Bancaria, por medio de la circular externa No. 014 de Febrero 20 de 1998 (Ver anexo A), la cual ha sido modificada por la Circular 076 de Noviembre 27 de 2.000 que incluye el tratamiento de las operaciones con derivados para la relación de solvencia y la Circular 008 de Febrero 08 de 2.000, relacionada con la modificación de la fórmula para el tratamiento de los instrumentos derivados, por medio de las cuales se ejerce entonces un control objetivo, regulando el mercado de derivados, por cuanto hace referencia a los aspectos generales y a las operaciones que envuelve dicho mercado; lo anterior tomado como fundamento que la naturaleza de estas operaciones es netamente financiera. Asimismo, en ejercicio del control subjetivo, la misma circular 14 de 1998 de la Superintendencia Bancaria, establece las disposiciones a las cuales deben sujetarse las entidades que pretendan realizar operaciones con derivados y que se encuentran bajo su inspección, vigilancia y control.

Resulta claro que dichas disposiciones de la Superintendencia Bancaria existentes en Colombia, referentes a las operaciones con derivados, pese a ser anteriores a la ley 510 de 1.999, que en la parte pertinente a los artículos 60 y 61 (Ver anexo B) fijan las normas con sujeción a las cuales podrá desarrollarse la negociación de futuros, opciones y otros instrumentos derivados a través de las bolsas de valores, de las bolsas de futuros y opciones, y de las bolsas de productos agropecuarios; en ningún momento riñen con el contenido de ésta última, por el contrario, están en perfecta concordancia.

Para ilustrar lo anteriormente expresado, se hace referencia al artículo 60 de la ley 510 de 1.999: “Sin perjuicio de las facultades que le otorgan la Ley 32 de 1979, la Ley 35 de 1993 y las demás normas complementarias, la Superintendencia de Valores ejercerá la inspección y vigilancia sobre las bolsas de futuros y opciones; los intermediarios que actúen en estas bolsas, siempre y cuando no estén sujetos a la inspección y vigilancia de otras superintendencias, y las sociedades que realicen la compensación y liquidación de contratos de futuros, opciones y otros instrumentos derivados, para lo cual tendrá las mismas facultades que le otorga la ley en relación con las bolsas de valores y las sociedades comisionistas de bolsa.”

Al tenor de la norma citada, la facultad de inspección y vigilancia atribuida a la Superintendencia de Valores sobre los intermediarios que actúen en las bolsas de futuros y opciones, cede ante la facultad de inspección y vigilancia ya establecida en cabeza de las otras superintendencias sobre éstos últimos, como en el caso de la Superintendencia Bancaria a través de la circular externa 014 de Febrero 20 de 1.998 antes mencionada.

En cuanto a la Ley 510 de 1999, por medio de la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las superintendencias bancaria y de valores; es de resaltar la referencia que se hace en su artículo 57 y de manera particular en los literales l, m y n; así como en sus artículos 58, 59 y 60, este último ya descrito; a la aplicación de las negociaciones de futuros, opciones y otros instrumentos derivados a través de la bolsa de valores, de futuros y opciones; con sus respectivas generalidades que han de legalizar los Entes que han de estar directamente vinculados con dichos mercados, sin que se establezcan cuantías o montos mínimos de capital para su constitución o funcionamiento.

De igual forma, mediante la resolución número ocho (8) de Mayo 05 de 2.000, expedida por la Junta Directiva del Banco de la República, en su capítulo VIII, sección II se hace referencia a los Derivados financieros con énfasis en su artículo 40, en el que se autoriza a los intermediarios del mercado cambiario y demás residentes para celebrar operaciones de derivados financieros sobre tasa de interés y tasa de cambio.

En la misma resolución 8 antes mencionada, la sección III en su artículo 44 contempla que las operaciones autorizadas comprenden, entre otras, los contratos de futuros, los contratos de entrega futura ("**forwards**"), las permutas ("**swaps**"), los contratos de opciones, cualquier combinación de las anteriores, y los productos denominados techos ("**caps**"), pisos ("**floors**") y collares ("**collars**").

Adicionalmente, en su artículo 45 se menciona sobre la financiación del margen o garantía inicial y el margen o garantía de mantenimiento exigido en las bolsas de futuros y opciones del exterior . El artículo 46 hace referencia al suministro de información que se debe rendir ante el Banco de la República, sobre las operaciones de derivados que contempla la sección III de la misma resolución 8 de Mayo de 2.000

En Colombia , las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, están fundamentadas en las siguientes normas básicas:

Inicialmente en el reglamento general de la Bolsa de valores de Colombia S.A., en su Libro tercero de las operaciones de bolsa, título I – Reglas generales aplicables a las transacciones en bolsa, Capítulo II – De las operaciones a plazo, sección IV – De las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, se reglamenta el alcance, activos negociables, garantías y su monto.

Respecto de los activos negociables, las OPCF sólo podrán versar sobre títulos de Tesorería – TES y contratos sobre índices bursátiles, índices de divisas o indicadores de rentabilidad; cuya operatividad está plasmada en la Resolución 1.200 de 1.995 de la Superintendencia de valores, en sus artículos 3.2.4.1 a 3.2.4.10

Dentro de los reglamentos aprobados y disponibles, la operatividad en Bolsa de Valores, está reglamenta así:

- Índice de divisas : Contrato sobre Tasa Representativa del Mercado (T.R.M.), reglamento aprobado desde 1998, según resolución 660 de octubre 7, habiendo iniciado operaciones por bolsa para este tipo de contratos, a partir del año 2000.
- Índices de rentabilidad: Contrato sobre depósito a término fijo (DTF), calculado para un plazo de 90 días, también conocido como contrato sobre tasa de interés a 90 días. Su reglamento fue aprobado en el año 1998, por medio de la resolución 659 de octubre 7, disponiendo lo necesario para el inicio de su operatividad.

A noviembre de 2003, no se han reglamentado más contratos para los dos índices antes referidos (divisas y rentabilidad), ni para las otras dos OPCF autorizadas (TES y contratos sobre índices bursátiles).

2.2 LA CAMARA DE COMPENSACIÓN

Una de las claves fundamentales del éxito de los mercados de futuros implantados en diferentes países es la existencia de la cámara de compensación (**clearing house**).

Hay organizaciones donde mercado de futuros y opciones y cámara de compensación están separados jurídicamente y son sociedades no vinculadas, de tal manera que el proceso de negociación lo realiza una sociedad diferente a la que efectúa el proceso de liquidación y compensación.

Dentro de los modelos adoptados a nivel internacional, es de mencionar el caso de España, en el que se incluye la existencia de una sola sociedad que adopta la forma jurídica de Sociedad Rectora y que integra todos los procesos necesarios para organizar la negociación, liquidación y compensación respecto de los contratos de productos derivados (futuros y opciones).

Por su parte en Brasil, la Bolsa de Mercaderías & Futuros (BM&F) implantó la cámara de compensación como un departamento de la bolsa y no como una empresa independiente, al determinar que era el modelo más adecuado para el mercado de derivados de Brasil y cuya decisión la condujo a recibir el certificado ISO 9002.

El modelo adoptado por la BM&F establece la figura del miembro de compensación como responsable frente a la bolsa, por la liquidación de todas las operaciones. Este participante, además de adquirir el título y caucionarlo a favor de la Bolsa, debe cumplir con una serie de exigencias. A nivel financiero debe mantener el capital de trabajo mínimo establecido por la cámara de compensación; a nivel operacional, debe mantener un depósito de garantía para integrar el Fondo de Liquidación de Operaciones y observar el límite impuesto a las posiciones bajo su responsabilidad, para limitar el riesgo de apalancamiento.

De otra parte, las corredoras de mercaderías y los operadores especiales son responsables por las operaciones, desde su registro hasta su liquidación final, ante los miembros de compensación a los cuales estén vinculados. Estos agentes al igual que los miembros de compensación, deben satisfacer criterios mínimos, exigidos por la Bolsa en términos de capacidad operacional y financiera. Los miembros de compensación también pueden imponer límites operacionales y exigirles garantías adicionales, independientemente de la Bolsa BM&F.

En síntesis, la existencia de una cámara de compensación permite que las partes negociadoras de un contrato no se obliguen entre si, sino que lo hagan con respecto a la cámara de compensación, lo que supone eliminar el riesgo de contrapartida y permitir el anonimato de las partes en el proceso de negociación.

La cámara de compensación realiza entre otras las siguientes funciones básicas:

- Actuar como contrapartida de las partes contratantes, siendo comprador para la parte vendedora y vendedor para la parte compradora.
- Determinación diaria de los depósitos de garantía por posiciones abiertas.
- Liquidación diaria de las pérdidas y ganancias.
- Liquidación al vencimiento de los contratos.

En definitiva, la cámara de compensación ejerce el control y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación, garantizando el buen fin de las operaciones a través de la subrogación en las mismas. Como la cámara de compensación elimina el riesgo de contrapartida para quienes operan en el mercado de futuros y opciones, debe establecer un mecanismo de garantías que le permita no incurrir en pérdidas ante una posible insolvencia de algún miembro del mercado, es por ello que exigirá un depósito de garantía en función del número y tipo de contratos comprados o vendidos. Para que dicha garantía permanezca inalterable, la cámara de compensación irá ajustándola diariamente por medio de la actualización de depósitos o liquidación de pérdidas y ganancias.

En tal sentido, la ya mencionada Bolsa de Mercaderías & Futuros BM&F del Brasil ha establecido un sistemas de seguridades financieras para la garantía de la liquidación de las operaciones de los participantes en los pregones de la Bolsa y en el sistema electrónico. El miembro de compensación es responsable ante la Bolsa por todas las operaciones de pregón y sistema electrónico con garantía a él atribuidas para registro, compensación y liquidación desde el momento de su indicación como miembro de compensación hasta su liquidación final (física o financiera) de los contratos operados, así como se responsabiliza por el depósito de las garantías requeridas.

Análogamente, la corredora de mercaderías y el operador especial son responsables ante el miembro de compensación que registra, compensa y liquida sus operaciones, por el cumplimiento de los contratos de pregón y sistema electrónico con garantía que hayan realizado, ya sea en cartera propia o por cuenta y orden de clientes, así como por la observancia de márgenes de garantías correlativas a tales contratos, desde el momento que registran los referidos contratos hasta la liquidación final de los mismos. Finalmente los clientes de las corredoras de mercaderías, como mandantes de las operaciones de pregón y

sistema electrónico con garantías realizadas se comprometen al total cumplimiento de los contratos, así como a la entrega oportuna de garantías suficientes para su adecuada liquidación.

Cuando se acuerda un contrato, el precio total del mismo no se paga en ese instante. En su lugar, ambas contrapartes hacen un pago inicial de buena fe a la cámara de compensación, también llamado margen. Este margen inicial o depósito generalmente en un porcentaje pequeño (Entre el 5% y 10%) del valor total del contrato y varía según los requisitos de los distintos mercados y contratos.

Todas las pérdidas y ganancias se descuentan o se abonan de las cuentas que las contrapartes tienen en la cámara de compensación. Los beneficios se pueden retirar, si hay pérdidas, hay que pagar un margen extra que se llama margen de variación, a través del cual se asegura que el margen inicial se mantenga en un nivel constante y lo habitual es que dichos pagos deban hacerse en la misma divisa del contrato.

Solo los representantes de la cámara de compensación del mercado mantienen cuentas directamente con ella. Todos los demás participantes del mercado deben realizar sus operaciones a través de sus agentes / representantes de compensación.

Este sistema de mantener el margen asegura que el que pierde puede hacer frente a las pérdidas y el que gana recibe sus beneficios. El pago de un margen en un contrato es en efecto, una garantía de que cada una de las contrapartes respetará sus obligaciones. En algunos casos, los contratos con vencimientos más próximos pueden requerir márgenes más altos.

Operar entonces con margen, es un ejemplo de apalancamiento, que les permite a los operadores realizar transacciones más grandes de las que se podrían permitir de otro modo²⁰.

En cuanto a su aplicación en Colombia, durante el segundo semestre del presente año 2003, la Bolsa de Valores de Colombia y Mercados Españoles de Futuros Financieros – MEFF, realizan el estudio técnico para la conformación de la cámara de compensación. Adicionalmente MEFF ha manifestado su deseo de ser socia en la entidad que se constituya. Se conoce también que se constituirá la sociedad

²⁰ THE REUTERS FINANCIAL TRAINING SERIES, Op.cit., p. 43 - 44

promotora, en la cual podrán participar entidades del mercado colombiano que quieran vincularse al proyecto.²¹

2.3 LA ESTANDARIZACIÓN DE LOS CONTRATOS

Los contratos de futuros y opciones son instrumentos que presentan un alto grado de estandarización. Ello incorpora notables ventajas, pues simplifica los procesos e integra a los usuarios, incrementando los volúmenes de contratación y la liquidez de los mercados.

Para la estandarización de contratos, se deberían incluir entre otras, las siguientes medidas: Fechas específicas de vencimiento para cada subyacente financiero objeto del contrato, conocimiento exacto del importe o valor de cada contrato, operaciones con contratos completos sin admitir fracciones de contratos, horario específico de negociación para las operaciones de dichos mercados, posibilidad de cerrar operaciones anticipadamente sin necesidad de esperar al vencimiento de los contratos, reglamentación a través de la cámara de compensación para las cuantía y entrega de garantías por parte de los Usuarios, respecto de las operaciones que realicen.

Mediante dicha estandarización de los contratos y de los diferentes procesos de negociación, liquidación y compensación; se obtiene una muy importante ventaja, pues permite racionalizar todos los procesos y establecer una reducción considerable de costos.

No obstante lo expuesto anteriormente, la estandarización va en contra de la especialización y por ello, cuando son necesarias operaciones especiales con fechas diferentes a las de los contratos o con cláusulas específicas aparecen los ya mencionados productos OTC (**over the counter**) que son contratos diseñados por acuerdo expreso entre las partes que negocian, sin necesidad de cruzar la operación en mercado organizado ni compensar y liquidar a través de cámara de compensación.

Como se puede deducir de las características antes descritas, la alta estandarización deja muy poco a la libre negociación, siendo lo único de negociar el precio del contrato y éste no será fruto de una negociación entre dos partes,

²¹ Cobertura con futuro. En : Revista Dinero. Santafé de Bogotá. No. 189. (Sept. 05 / 2.003); p. 66, c. 1 - 2

sino que entrará en la dinámica de una cotización abierta, es decir se fijará según la oferta y demanda de cada momento en el mercado²².

Aunque no es de aplicación en el mercado nacional, en todos los mercados organizados de derivados, se ofrece una información básica de los contratos que negocian y generalmente contiene los siguientes conceptos:

Tamaño del contrato (**Contract size**): Donde se especifica la cantidad del bien subyacente por contrato. Generalmente esa cantidad es siempre constante.
Vencimientos del contrato (**Contract months**): Cada contrato se negocia a diferente mes de vencimiento.

Horas de negociación (**Trading hours**): Indica el período del día en que se pueden realizar transacciones en el mercado.

Fluctuación mínima del precio o **tick (Minimum fluctuaction or tick)**: Indica el mínimo aumento o descenso en el que puede ser negociado el precio del contrato.
Valor de la fluctuación mínima (**tick value**): Es el resultado de multiplicar el tamaño del contrato por la fluctuación mínima del precio. Define entonces, en cuanto cambia el valor total de un contrato, al variar el precio en su expresión mínima. También se puede definir, como el valor del **tick**, lo que indica cuál es la ganancia o pérdida del poseedor del contrato por cada variación mínima del precio de dicho contrato.

Fluctuación máxima del precio (**Daily price limit**): Generalmente las diferentes bolsas o mercados donde se negocian derivados, regulan la variación máxima que el precio de un contrato puede tener, al alza o a la baja, en una sesión o día.

Ultimo día de negociación (**Last trading day**): Es el último día en que se puede comprar o vender futuros de un determinado vencimiento. Es el último día en que se pueden compensar las posiciones abiertas en el mercado. A partir de dicha fecha, quien tenga una posición larga, está obligado a comprar (recibir) el bien subyacente y quien tenga una posición corta está obligado a vender (entregar) el bien subyacente.

²² PUIG PLA, Xavier y VILADOT POU, Jordi. Comprender los mercados de futuros. 3ª. edición. Barcelona: Ediciones Gestión 2000, 2001. p. 25

Entrega (**Delivery**): Se especifica tanto el día como el lugar de entrega del bien subyacente. Cada contrato tiene sus especificaciones concretas al respecto, y éstas varían entre las diferentes bolsas. Si se compensan los contratos antes del vencimiento, no se llegará a efectuar dicha entrega ²³.

²³ Ibid. p. 25 - 27

3. APLICACIÓN Y EVOLUCION INTERNACIONAL DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS

Con el fin de conocer la evolución y tener una idea del tamaño del mercado internacional de derivados en subyacentes financieros, se presenta una síntesis de su comportamiento en las principales Bolsas a nivel mundial, así como los principales resultados por categoría de riesgo e instrumento de cobertura.

3.1 ORIGEN DE LOS FUTUROS FINANCIEROS

Hasta principios de los años 70, los tipos de cambio entre las principales divisas y el tipo de interés del dinero tenían una cierta estabilidad, lo que hacía innecesario la utilización de contratos a futuro sobre tipos de cambio o sobre tipos de interés, dado que no había realmente riesgo que cubrir.

Sin embargo, la rotura de los pactos de **Bretón Woods** hizo que los tipos de cambio y los tipos de interés en las economías occidentales se volvieran muy volátiles. A partir de entonces, el precio de las divisas y el precio del dinero tienen una fluctuación libre en el mercado, lo que hace aparecer un riesgo creciente entre aquellas instituciones o particulares que prestan o toman prestado dinero y/o que necesitan comprar o vender productos con diferentes divisas.

Es entonces cuando surge la necesidad de un producto que permita cubrir dicho riesgo y aparecen los futuros sobre divisas y los futuros sobre tipo de interés, conocidos como futuros financieros, que son contratos similares a los de productos físicos, con la única diferencia es que el bien subyacente es un activo financiero.

Con la aparición de los contratos de futuros sobre divisas y tipo de interés, se intentaba cubrir los riesgos de la variación en las paridades de las divisas y los riesgos inherentes a la variación en los tipos de interés del mercado. Quedaba entonces por cubrir el riesgo de la fluctuación de los títulos de renta variable.

Antes de presentar las coberturas de los títulos de renta variable, es de señalar que los futuros sobre tipos de interés, pueden ser sobre tipos de interés a corto plazo o a largo plazo. En ambos casos, es importante comprender la relación

inversa entre tipos de interés y activos financieros de renta fija. Es decir mientras el tipo de interés está al alza, el precio de los títulos de renta fija es a la baja, lo mismo que cotización de los futuros sobre tipos de interés; y mientras el tipo de interés está a la baja, el precio de los títulos de renta fija y la cotización de los futuros es al alza.

En definitiva, la estrategia a seguir en el mercado de futuros sobre tipos de interés, según la expectativa sobre la evolución de los tipos de interés, es la siguiente: Si dicha expectativa es al alza de los tipos de interés, la estrategia en el mercado de futuros es la venta o posición corta, al contrario, cuando la expectativa es a la baja, la estrategia es de compra, posición larga.

La volatilidad de los precios de las acciones cotizadas en las bolsas, hacía que el riesgo soportado por los tenedores de grandes cantidades de títulos fuera muy enorme. Es cuando aparece entonces, en la década de los 80, el futuro sobre índice bursátil. Por primera vez se contrata un futuro que no dará lugar a una entrega del bien subyacente, ya que solo se apuesta por el valor que alcanzará un índice bursátil en una fecha futura determinada. Es obvio que un índice no se puede entregar, lo que se hará es convertir el valor del índice, en cada momento, en dinero en efectivo.

Mediante los índices bursátiles, las bolsas de valores tienen un instrumento que permite reflejar la evolución de las cotizaciones de las acciones. Existen muchas técnicas para elaborar un índice, la mas habitual consiste en el cálculo de la media (simple o ponderada) de una selección de los valores mas relevantes de una determinada bolsa.

El índice mas conocido de la bolsa de **New York (NYSE)** es el **Dow – Jones**, y su cálculo responde a la media simple de las 30 acciones industriales mas importantes: De igual forma el SP – 500 de la misma bolsa, cuyo futuro de dicho índice cotiza en el **Chicago Mercantile Exchange (CME)**. En la bolsa de acciones de París, el índice mas conocido es el CAC – 40 y como sugiere su denominación es un promedio de 40 acciones. Lo mismo se puede decir de los índices FT – 30 y FT – 100 en Londres.

Aunque la cobertura sea la función primordial de los mercados de futuros, no es menos cierto que en la actualidad sean utilizados mayoritariamente con fines especulativos. Al respecto es de resaltar la función indispensable de los especuladores, para el buen funcionamiento de los mercados de futuros, ya que sin ellos no existiría la liquidez necesaria para poder efectuar cobertura de riesgos.

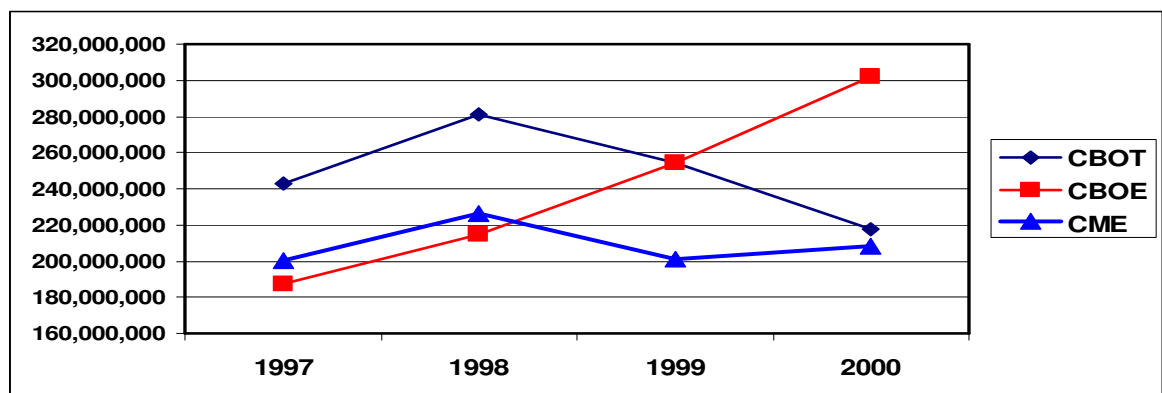
Los mercados de futuros tienen varias ventajas para ser utilizados como especulación: posibilitan el apalancamiento financiero, exigiendo un desembolso mínimo respecto al riesgo asumido, son mercados de gran liquidez, es decir se pueden comprar y vender ágilmente, encontrando contrapartida con gran facilidad; se pueden tomar posiciones cortas, compromiso de venta sin poseer necesariamente el bien subyacente y el coste de la transacción representa un porcentaje relativamente pequeño con respecto al riesgo adquirido.

El arbitraje es la otra posibilidad de utilización de los mercados de futuros, esta práctica consiste en la identificación de imperfecciones en la formación de precios para poder tomar posiciones compradoras y vendedoras que reporten beneficios²⁴.

3.2 EVOLUCION INTERNACIONAL DEL MERCADO DE DERIVADOS

Un ejemplo del desarrollo que han tenido los mercados de derivados, puede evidenciarse en las siguientes gráficas, en la que se señala la evolución del volumen total negociado de contratos en las principales bolsas de valores a nivel mundial, durante los períodos 1.997 a 2.000

Gráfica 1. Comportamiento de instrumentos derivados en las bolsas CBOT – CBOE Y CME (Número de contratos)

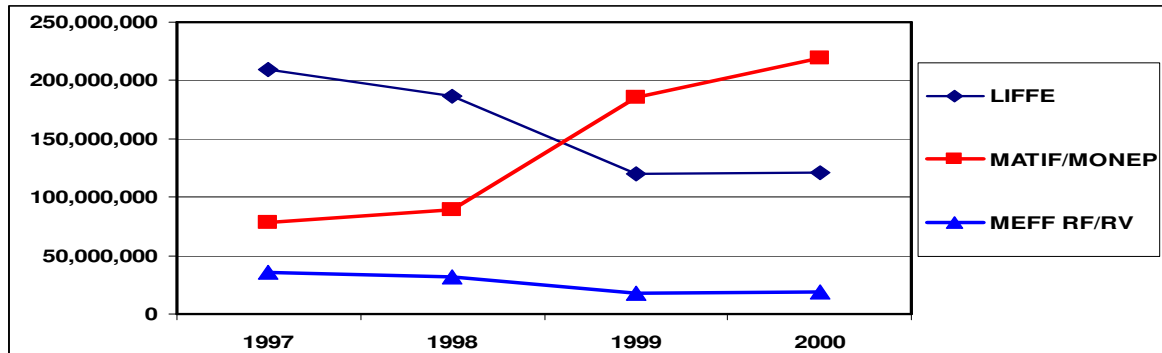


Fuente: **Futures Industry Association**

CBOT: Chicago board of trade
CBOE: Chicago board option exchange
CME : Chicago mercantile exchange

²⁴ Ibid. p. 51 – 53, 70 – 71, 84 - 85

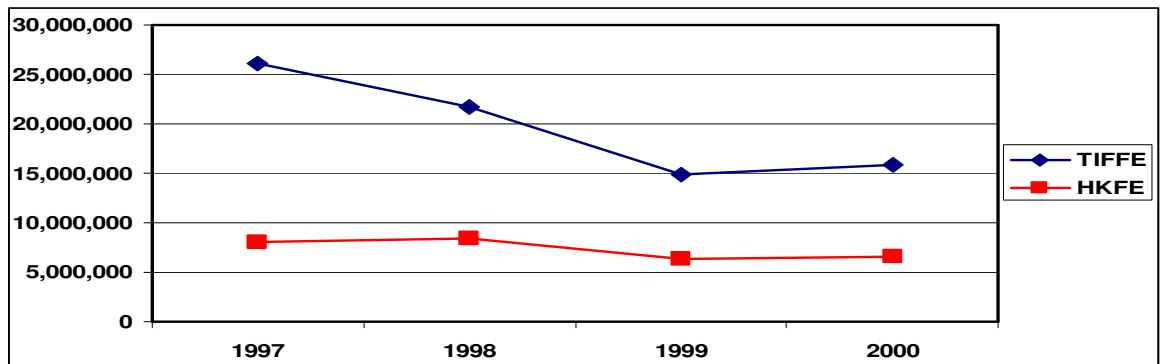
Gráfica 2. Comportamiento de instrumentos derivados en las bolsas LIFFE, MATIF / MONEP Y MEFF RF/RV (Número de contratos)



Fuente: Futures Industry Association

LIFFE : London international financial futures exchange
MATIF/MONEP: French international futures and options exchange
MEFF RF/RV: Mercado financiero de futuros y opciones de España

Gráfica 3. Comportamiento de instrumentos derivados en las bolsas TIFFE y HKFE (Número de contratos)



Fuente: Futures Industry Association

TIFFE : Tokio international financial futures exchange
HKFE : Hong Kong futures exchange

De acuerdo con la evolución anterior, es de resaltar que **CBOE** y **MATIF / MONEP** son las que registran el mayor repunte con crecimientos respectivos del 61,2% y 179,5% entre los años 1997 y 2002. Sin duda que la **CBOE** es la que registra el mayor volumen de contratos en opciones transados a nivel mundial.

Por su parte, **CBOT, LIFFE Y TIFFE**, son las que presentan una evolución negativa con reducciones respectivas del -10,2%, del -42,2% y del -39,5% entre los años 1997 y 2000.

A su turno, **CME, MEFF Y HKFE**, presentan un comportamiento muy estable en el volumen de transacciones durante el período 1.997 a 2.000, siendo al mismo tiempo las de menor volumen en transacciones dentro del análisis registrado. De manera detallada, el comportamiento de los instrumentos derivados es como sigue:

Cuadro 1. Evolución del volumen de instrumentos derivados en las principales bolsas a nivel mundial (Número de contratos)

	CBOT	CBOE	CME	LIFFE	MATIF/MONEP
1997	242,718,939	187,243,741	200,714,428	209,427,578	78,514,548
1998	281,189,378	214,662,909	226,618,831	186,569,532	89,438,514
1999	254,561,215	254,083,746	200,737,123	119,908,119	185,571,802
2000	217,994,725	301,673,089	208,351,941	121,024,760	219,351,153

Fuente: **Futures Industry Association**

Continuación Cuadro 1. Evolución del volumen de instrumentos derivados en las principales bolsas a nivel mundial (Número de contratos)

	MEFF RF/RV	TIFFE	HKFE	TOTAL	Variación
1997	35,561,816	26,123,233	8,081,880	988,386,163	
1998	31,912,738	21,708,963	8,413,160	1,060,514,025	7.3%
1999	17,697,725	14,929,902	6,358,400	1,053,848,032	-0.6%
2000	19,254,980	15,793,476	6,620,723	1,110,064,847	5.3%

Fuente: **Futures Industry Association**

CBOT: Chicago board of trade

CBOE: Chicago board option exchange

CME : Chicago mercantile exchange

LIFFE : London interntional financial futures exchange

MATIF/MONEP: French international futures and options exchange

MEFF RF/RV: Mercado financiero de futuros y opciones de España

TIFFE : Tokio international financial futures exchange

HKFE : Hong Kong futures exchange

Tal como se analizó a través de la evolución gráfica (Gráficas 1, 2 y 3), es de resaltar que en los años 1.998 y 2.000, se registraron crecimientos positivos en el total de transacciones de derivados; correspondiente a dichos mercados internacionales, con reducción total acumulada del $-0,6\%$ durante el año 1.999, en el que con excepción de **CBOE Y MATIF/MONEP**, los restantes mercados registran reducciones en el número de contratos transados.

Es así como puede apreciarse que la demanda de instrumentos derivados es variable y difiere en las principales bolsas de futuros y opciones, debido a las fluctuaciones en las condiciones económicas de cada país, que hacen que se presenten altas volatilidades en las variables que influyen en la determinación de los precios de los activos financieros y en las tasas de interés y de cambio.

3.2.1 Mercado Internacional de derivados OTC. Con el fin de conocer el tamaño y composición de dicho mercado, se registra la siguiente evolución.

Cuadro 2. Mercado OTC – Evolución derivados por categoría de riesgo e instrumento Junio 1998 a Diciembre 2001. (En Billones de US\$Dólares)

	Jun-98	Dic-98	Jun-99	Dic-99	Jun-00	Dic-00	Jun-01	Dic-01
Total contratos	72,143	80,318	81,462	88,202	94,008	95,199	99,755	111,178
Variac. Porc. / semestre	N.D.	11.33%	1.42%	8.27%	6.58%	1.27%	4.79%	11.45%
Variac.porc. / año	N.D.	N.D.	12.92%	9.82%	15.40%	7.93%	6.11%	16.78%
Var.porc.acum./ Jun.98	N.D.	11.33%	12.92%	22.26%	30.31%	31.96%	38.27%	54.11%
Contratos s/ cambio extranj.	18,719	18,011	14,899	14,344	15,494	15,666	16,910	16,748
Forwads y swaps mercado cambiario	12,149	12,063	9,541	9,593	10,504	10,134	10,582	10,336
Swaps de divisas	1,947	2,253	2,350	2,444	2,605	3,194	3,832	3,942
Opciones	4,623	3,695	3,008	2,307	2,385	2,338	2,496	2,470
Contr. s/ tasas de int.	42,368	50,015	54,072	60,091	64,125	64,668	67,465	77,568
Forwards sobre tasas acordadas	5,147	5,756	7,137	6,775	6,771	6,423	6,537	7,737
Swaps s/ tasas de interés	29,363	36,262	38,372	43,936	47,993	48,768	51,407	58,897
Opciones	7,858	7,997	8,563	9,380	9,361	9,477	9,521	10,934
Contr. s / acciones	1,274	1,488	1,511	1,809	1,645	1,891	1,884	1,881
Forwards and swaps	154	146	198	283	340	335	329	320
Opciones	1,120	1,342	1,313	1,526	1,305	1,556	1,555	1,561
Contr. s/ mercanc.	451	415	444	548	584	662	590	598
Otros	9,331	10,389	10,537	11,408	12,159	12,313	12,906	14,384

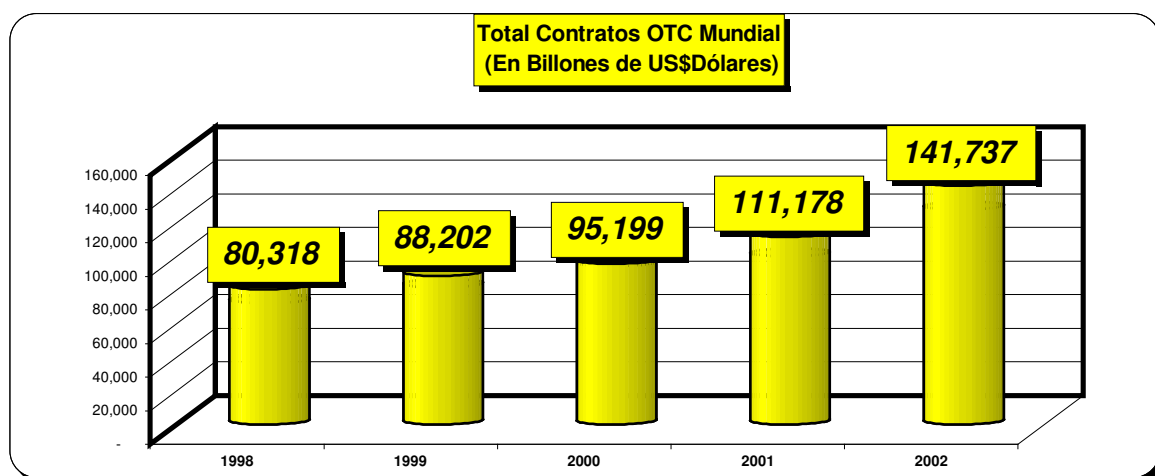
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 3. Mercado OTC – Evolución derivados por categoría de riesgo e instrumento – Junio 2002 y Diciembre 2002. (En Billones de US\$Dólares)

	Jun-02	Dic-02
Total Contratos	127,564	141,737
Variación porcentual / semestre	14.74%	11.11%
Variación porcentual / año	27.88%	27.49%
Variac. Porc. acumulada / Junio 98	76.82%	96.47%
Contratos sobre cambio extranjero	18,075	18,469
Forwards completos y swaps mercado cambiario	10,427	10,723
Swaps de divisas	4,220	4,509
Opciones	3,428	3,237
Contratos sobre tasas de interés	89,995	101,699
Forwards sobre tasas acordadas	9,146	8,792
Swaps sobre tasas de interés	68,274	79,161
Opciones	12,575	13,746
Contratos sobre acciones	2,214	2,309
Forwards and swaps	386	364
Opciones	1,828	1,945
Contratos sobre mercancías	777	923
Otros	16,503	18,337

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

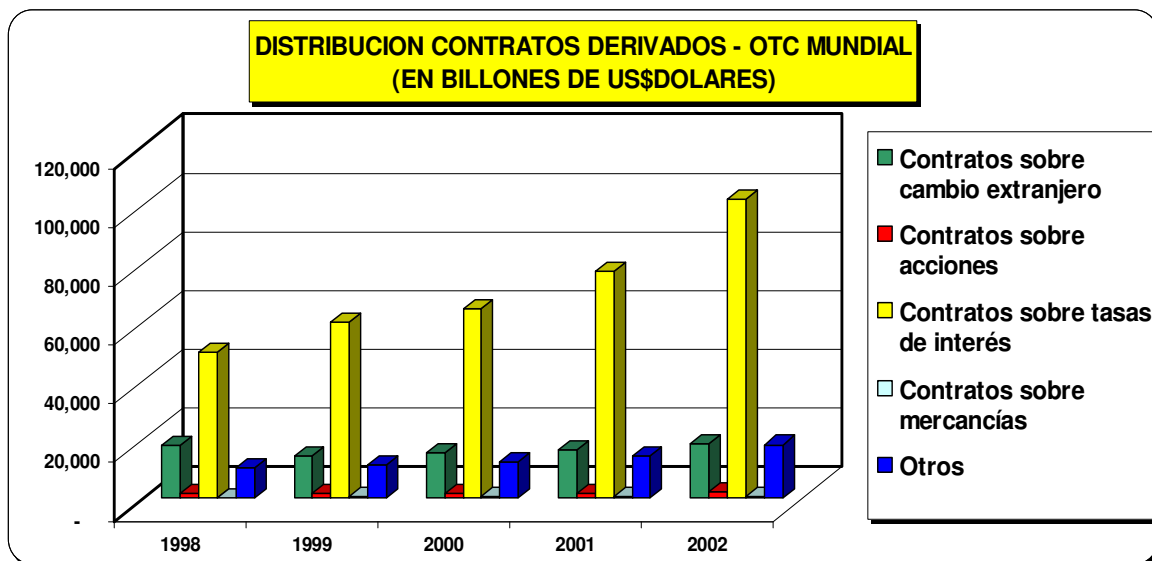
Gráfica 4. Total contratos de derivados a nivel mundial – Mercado OTC (En Billones de US\$Dólares)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Se puede observar un crecimiento promedio ponderado del 15,26% anual en el total de contratos derivados negociados en el mercado OTC a nivel mundial, destacándose el crecimiento del 27,49% en el año 2002, lo cual demuestra el significativo impacto que registra dicho mercado mundial.

Gráfica 5. Distribución de contratos derivados – Mercado OTC a nivel mundial (En billones de US\$Dólares)

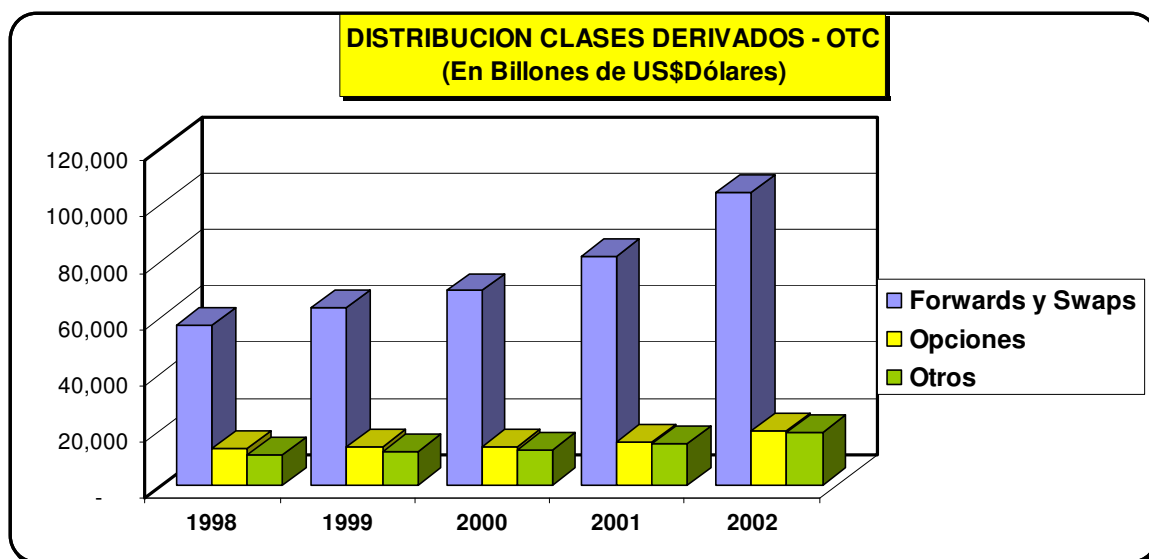


FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

A su turno, dentro del mercado OTC mundial, es de resaltar los contratos sobre tasas de interés, como los de mayor representación y transacción con el 71,75% de participación respecto del total de contratos del año 2002. Seguidamente se ubican los contratos sobre cambio extranjero, sin embargo su evolución no es la más favorable, ya que para el último período Diciembre 2002 registra prácticamente los mismos niveles logrados entre Junio y Diciembre de 1.998.

Los contratos sobre acciones y mercancías con participaciones mínimas, no registran mayores cambios y su evolución se puede considerar muy estable en los periodos analizados. Finalmente los otros contratos derivados en el mercado OTC que tienen una representación importante muy semejante a los contratos sobre cambio extranjero, han adquirido una evolución favorable con un crecimiento semestral promedio ponderado del 12,4% a partir de Diciembre de 2.001.

Gráfica 6. Distribución por clase de derivados – Mercado OTC a nivel mundial (En billones de US\$Dólares)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Dentro de la clase de derivados, los **forwards y swaps** son los de mayor representación en el mercado OTC, destacándose a su vez, la importancia de los **swaps** sobre tasas de interés, que por si solos representan el 55,9% sobre el valor total transado en el año 2.002.

Respecto de las opciones, igualmente se registran los contratos sobre tasas de interés como los de mayor representación con el 71,8% de dicho total durante el año 2.002

3.2.2 Mercado Internacional de futuros en interés abierto. Se presenta a continuación, el registro histórico desde el año 1.986 hasta Marzo de 2.003, como última información disponible; de las negociaciones a nivel mundial de contratos de futuro – interés abierto, con la debida distribución en los tres subyacentes financieros que se negocian y con la debida participación por grupos genéricos de países.

Cuadro 4. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 1.986 a 1.990
(En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Mercado Total	394.7	520.0	934.7	1,258.3	1,540.9
Variación anual	N.D.	31.7%	79.8%	34.6%	22.5%
Tasas de interés	370.0	487.7	895.4	1,201.0	1,454.8
Monedas	10.2	14.6	12.1	16.0	17.0
Indices bursátiles	14.5	17.8	27.1	41.3	69.1

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 5. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 1.991 a 1.995
(En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Mercado Total	2,251.7	3,019.4	5,105.2	5,975.7	6,082.1
Variación anual	46.1%	34.1%	69.1%	17.1%	1.8%
Tasas de interés	2,157.4	2,913.1	4,960.4	5,807.6	5,876.2
Monedas	18.3	26.5	34.7	40.4	33.8
Indices bursátiles	76.0	79.8	110.0	127.7	172.2

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 6. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 1.996 a 2.000
(En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Mercado Total	6,212.3	7,840.3	8,355.2	8,305.8	8,359.5
Variación anual	2.1%	26.2%	6.6%	-0.6%	0.6%
Tasas de interés	5,979.0	7,586.7	8,031.4	7,924.8	7,907.8
Monedas	37.7	42.3	31.7	36.7	74.4
Indices bursátiles	195.7	211.3	292.1	344.3	377.3

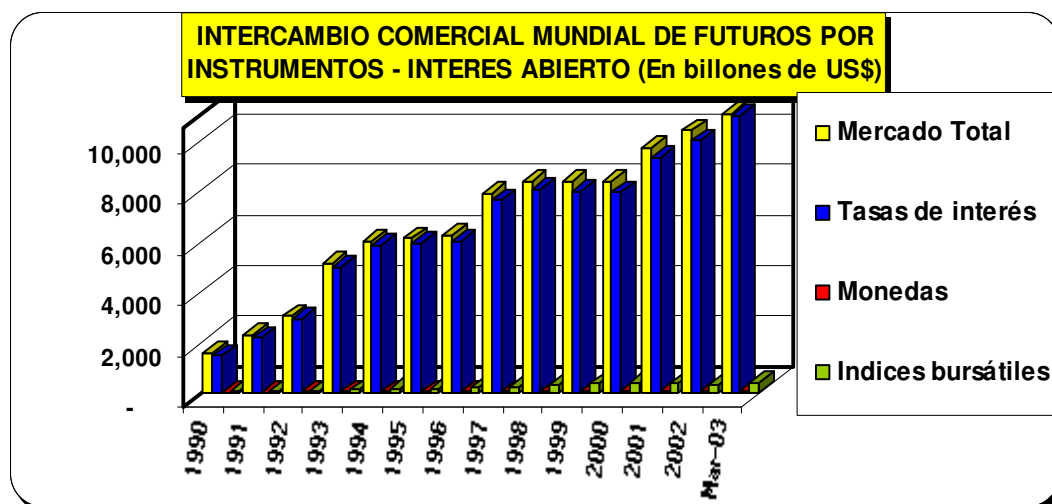
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 7. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, años 2.000 a Marzo 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Mercado Total	8,359.5	9,672.5	10,332.1	11,395.8
Variación anual	0.6%	15.7%	6.8%	10.3%
Tasas de interés	7,907.8	9,265.3	9,950.7	10,952.3
Monedas	74.4	65.6	47.2	65.2
Indices bursátiles	377.3	341.7	334.2	378.3

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Gráfica 7. Intercambio comercial mundial de futuros por instrumentos – Interés abierto. Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Se puede resumir que desde el año 1.990 hasta 2.002 el crecimiento ponderado anual es del 17,2%, resaltando el aumento del 69,1% en el año 1.993 y del 46,1% en el año 1.991 sobre cada uno de los años inmediatamente anteriores.

Al igual que en el mercado OTC, sobresalen los contratos sobre tasas de interés como los de mayor representación, con una participación promedio ponderada periódica del 95,8% desde el año 2.000 hasta Marzo de 2.003.

Cuadro 8. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Norte américa	305.5	375.3	653.7	757.3	806.2
Variación Norte américa	N.D.	22.8%	74.2%	15.8%	6.5%
Europa	2.7	8.5	114.6	166.8	249.0
Variación Europa	N.D.	214.8%	1248.2%	45.5%	49.3%
Asia y Pacífico	86.5	136.2	166.4	334.2	485.6
Variación Asia y Pacífico	N.D.	57.5%	22.2%	100.8%	45.3%
Otros Mercados	-	-	-	0.1	0.2
Variación otros mercados	N.D.	N.A.	N.A.	N.A.	100.0%

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 9. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Norte américa	1313.6	1657.5	2534.9	2854	2880.8
Variación Norte américa	62.9%	26.2%	52.9%	12.6%	0.9%
Europa	410.3	676.9	1146.4	1155.4	1371.9
Variación Europa	64.8%	65.0%	69.4%	0.8%	18.7%
Asia y Pacífico	527.4	683.3	1401.9	1906.4	1782.5
Variación Asia y Pacífico	8.6%	29.6%	105.2%	36.0%	-6.5%
Otros Mercados	0.4	1.6	22	60	47.1
Variación otros mercados	100.0%	300.0%	1275.0%	172.7%	-21.5%

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 10. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Norte américa	2548.4	3223.1	3527.2	3553.3	4283
Variación Norte américa	-11.5%	26.5%	9.4%	0.7%	20.5%
Europa	1697.5	2550.1	2894.8	2379.9	2322.8
Variación Europa	23.7%	50.2%	13.5%	-17.8%	-2.4%
Asia y Pacífico	1873.2	1934.7	1677.1	2160.6	1502.8
Variación Asia y Pacífico	5.1%	3.3%	-13.3%	28.8%	-30.4%
Otros Mercados	93.3	132.4	256	211.9	250.9
Variación otros mercados	98.1%	41.9%	93.4%	-17.2%	18.4%

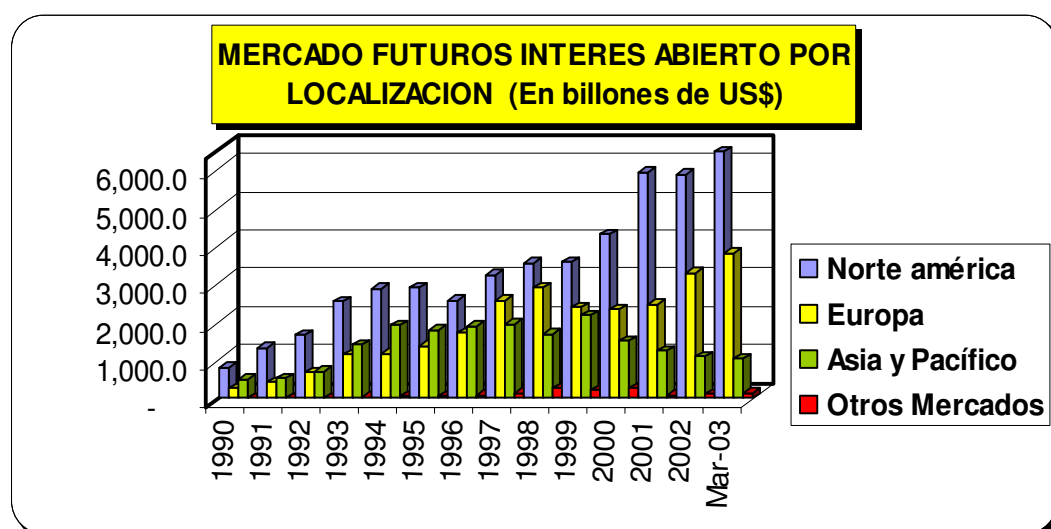
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Cuadro 11. Intercambio comercial de futuros Interés abierto, según origen años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Norte américa	4283	5906.4	5865.8	6448.8
Variación Norte américa	20.5%	37.9%	-0.7%	9.9%
Europa	2322.8	2444.9	3283	3793.7
Variación Europa	-2.4%	5.3%	34.3%	15.6%
Asia y Pacífico	1502.8	1240.8	1084.4	1028.2
Variación Asia y Pacífico	-30.4%	-17.4%	-12.6%	-5.2%
Otros Mercados	250.9	80.4	98.8	125.2
Variación otros mercados	18.4%	-68.0%	22.9%	26.7%

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Gráfica 8. Mercado de futuros interés abierto según origen años 1.990 a Marzo de 2.003 (En billones de US\$Dólares)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Indudablemente que Norte América marca la hegemonía en la negociación de futuros, con un promedio ponderado de participación del 50,2% para el período comprendido entre el año 1.990 hasta Marzo de 2.003, seguido por las negociaciones de Europa con el 29,8% de participación, Asia y Pacífico con el 12,2% y otros mercados con participación mínima del 7,8% en promedio.

Es de anotar que dentro de este último promedio se cuentan las negociaciones de los países latinoamericanos, lo cual da buena cuenta de la mínima participación que se tiene en el importante mercado mundial de futuros.

3.2.3 Mercado Internacional de Opciones – Interés abierto. Al igual que la anterior presentación, se registra a continuación, la evolución del mercado mundial de opciones – interés abierto, desde el año 1.986 hasta Marzo de 2.003

Cuadro 12. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Mercado Total	221.0	209.8	369.6	506.7	745.5
Variación porcentual	N.D.	-5.1%	76.2%	37.1%	47.1%
Tasas de interés	144.0	122.6	279.0	386.0	595.4
Monedas	39.2	59.5	48.0	50.2	56.5
Indices bursátiles	37.8	27.7	42.7	70.5	93.6

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 13. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Mercado Total	1,269.5	1,619.1	2,669.7	2,921.6	3,199.9
Variación porcentual	70.3%	27.5%	64.9%	9.4%	9.5%
Tasas de interés	1,069.6	1,383.8	2,361.4	2,623.2	2,741.8
Monedas	62.9	71.6	75.9	55.7	120.4
Indices bursátiles	136.9	163.7	232.4	242.8	337.7

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 14. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Mercado Total	3,805.6	4,568.0	5,580.5	5,299.9	5,918.5
Variación porcentual	18.9%	20.0%	22.2%	-5.0%	11.7%
Tasas de interés	3,277.8	3,639.9	4,623.5	3,755.5	4,734.2
Monedas	133.4	118.6	49.2	22.4	21.4
Indices bursátiles	394.5	809.5	907.9	1,522.1	1,162.9

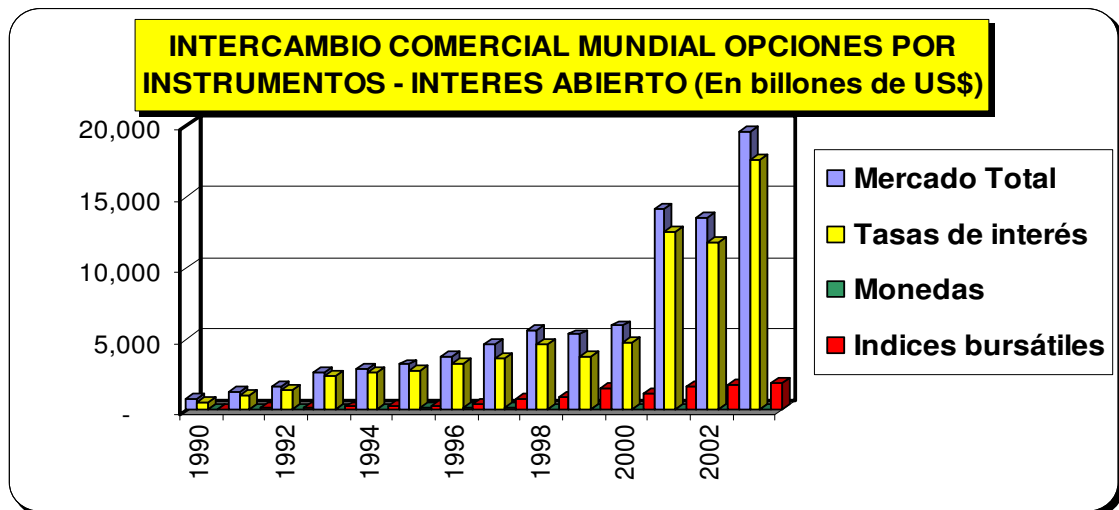
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 15. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, años 2.000 a Marzo 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Mercado Total	5,918.5	14,125.5	13,541.6	19,546.1
Variación porcentual	11.7%	138.7%	-4.1%	44.3%
Tasas de interés	4,734.2	12,492.8	11,759.5	17,622.4
Monedas	21.4	27.4	27.4	29.5
Indices bursátiles	1,162.9	1,605.2	1,754.7	1,894.2

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 9. Intercambio comercial mundial de opciones por instrumentos – Interés abierto (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Se puede observar, que el mayor incremento en el mercado mundial de opciones – interés abierto – se registra en el año 2001, con un aumento del 138,7%; registrando a su vez que el 88,4% de dichas operaciones están dadas en tasas de interés, como el subyacente financiero de mayor negociación, seguido por el mercado de opciones en índices bursátiles y en menor proporción el de monedas.

Cuadro 16. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, según origen, años 1.986 – 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Norte América	210.1	202.7	297.8	396.7	458.2
Europa	10.4	4.8	62.8	84.1	212.4
Asia y Pacífico	0.5	2.3	9.1	25.9	74.9
Otros mercados	-	-	-	-	-

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 17. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, según origen, años 1.991 – 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Norte América	839.4	1,041.2	1,825.8	1,969.6	1,971.6
Europa	300.4	437.5	631.5	676.4	869.4
Asia y Pacífico	129.6	140.2	204.1	265.4	207.7
Otros mercados	0.1	0.2	8.3	10.2	151.3

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 18. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, según origen, años 1.996 – 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Norte América	2,292.6	3,126.0	3,827.9	3,377.3	3,884.9
Europa	1,130.6	1,037.3	1,503.3	1,644.3	1,894.9
Asia y Pacífico	280.8	301.0	205.4	240.7	103.4
Otros mercados	101.7	103.8	44.0	37.7	35.3

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 19. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, según origen, años 2.000 – Marzo 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-2.003	Partic.Porc.
Norte América	3,884.9	10,292.5	7,823.3	10,363.6	62.94%
Europa	1,894.9	3,734.6	5,580.6	9,064.2	33.53%
Asia y Pacífico	103.4	67.6	107.3	96.3	2.86%
Otros mercados	35.3	30.8	30.3	22.1	0.67%

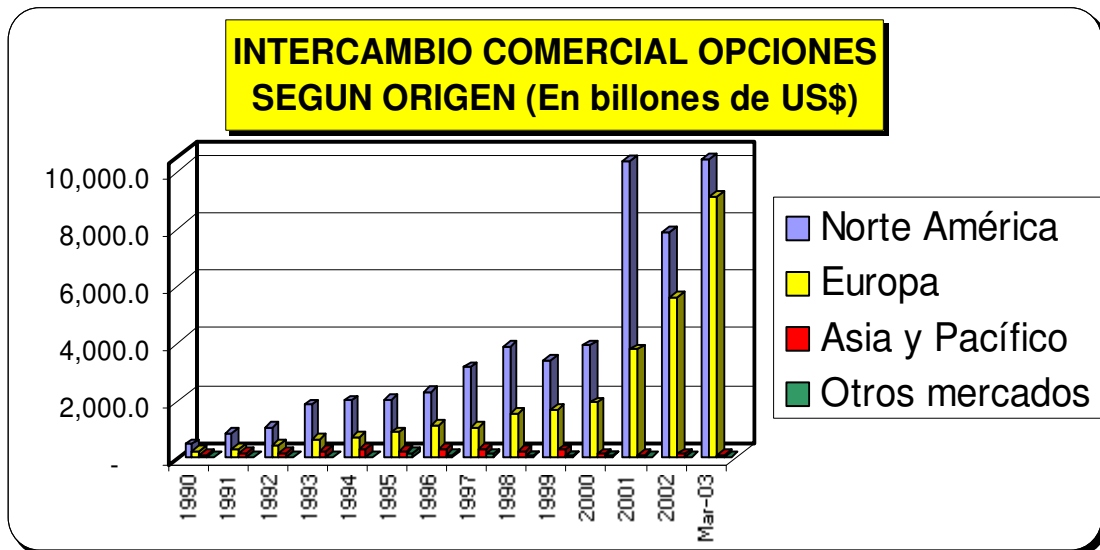
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 20. Intercambio comercial de opciones – Interés abierto, según origen, distribución porcentual por grupos de años.

	/86 - /90	/86 - /95	/86 - 2000	/86 - mar 2003
Norte América	76.27%	67.09%	66.11%	62.94%
Europa	18.24%	23.96%	26.99%	33.53%
Asia y Pacífico	5.49%	7.72%	5.63%	2.86%
Otros mercados	0.00%	1.24%	1.27%	0.67%
TOTAL	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

FUENTE: Cálculos del Autor sobre Información del Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 10. Intercambio comercial mundial de opciones, según origen – Interés abierto (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

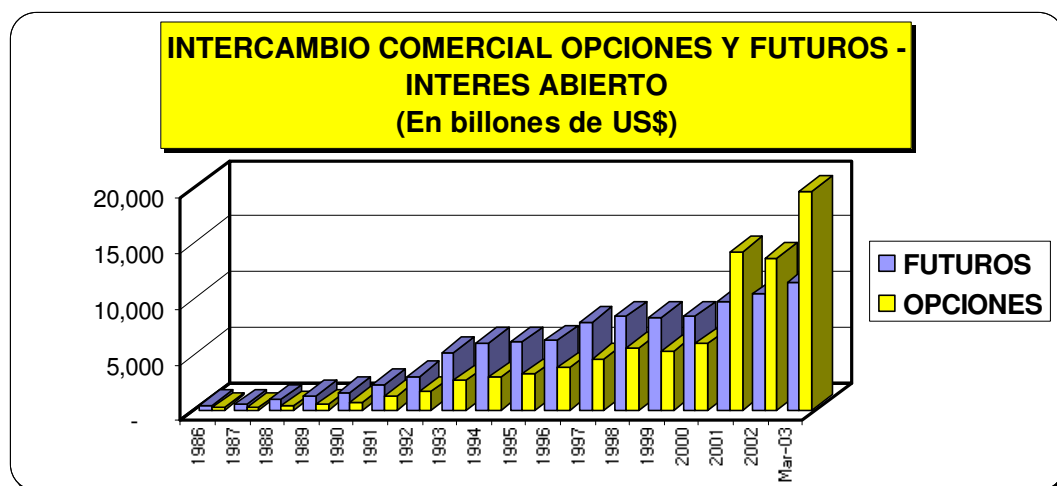
Al igual que el mercado mundial de futuros por interés abierto, el mercado mundial de opciones, está representado en un 62,9% por las negociaciones en Norte América, seguido en un 33,5% por Europa que ha venido ganando importancia en las negociaciones a partir del año 2.001 y de manera contraria, el mercado de Asia y Pacífico que ha venido perdiendo participación desde ese mismo año 2.001. En cuanto a la participación de otros mercados, en el que se ubican los mercados latinoamericanos; su participación inferior al 1,0% en lo acumulado desde 1.986 hasta Marzo de 2.003, reflejan la muy escasa participación en el mercado de opciones.

Cuadro 21. Intercambio comercial de futuros y opciones – Interés abierto, distribución porcentual por grupos de años.

	/ 86 - / 90	/ 86 - / 95	/ 86 – 2000	/ 86 – Mar.03
FUTUROS	69.4%	66.35%	62.97%	53.11%
OPCIONES	30.6%	33.65%	37.03%	46.89%
TOTAL	100.0%	100.00%	100.00%	100.00%

FUENTE: Cálculos del Autor sobre información del Bank for International Settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 11. Intercambio comercial mundial de opciones y futuros, Interés abierto (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Desde 1.986 hasta el año 2.000, las transacciones mundiales de futuros en interés abierto, siempre fueron superiores a las opciones; pero a partir del año 2.001 el mercado mundial de opciones ha superado al de futuros y es así como en lo acumulado desde el año 1.986, la participación mayoritaria superior al 60% que mantenía el mercado de futuros interés abierto, se ubica hasta Marzo de 2.003 en el 53,1% y el restante 46,9% corresponde al mercado de opciones, con la aclaración antes hecha que este último mercado ya es superior desde al de futuros en interés abierto.

3.2.4 Mercado Internacional de futuros – facturación. En cuanto a su evolución desde el año 1.986, se tienen los siguientes registros:

Cuadro 22. Intercambio comercial de futuros – Facturación, por instrumento, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Total Mercado	31,975.80	55,887.90	61,799.70	93,991.00	102,021.20
Variación porcentual	N.D.	74.80%	10.60%	52.10%	8.50%
Tasa de Interés	27,487.80	50,709.30	56,595.00	86,904.30	93,594.90
Monedas	1,450.20	1,834.50	1,982.90	2,210.40	2,744.80
Indice bursátil	3,037.80	3,344.00	3,221.80	4,876.40	5,681.40

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 23. Intercambio comercial de futuros – Facturación, por instrumento, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Total Mercado	107,838.40	151,388.10	187,242.8	283,060.7	278,305.4
Variación porcentual	5.70%	40.40%	23.68%	51.17%	-1.68%
Tasa de Interés	97,657.00	142,926.60	177,361.9	270,364.7	264,623.6
Monedas	2,548.90	2,400.30	2,807.9	3,214.3	3,205.3
Indice bursátil	7,632.50	6,061.20	7,073.1	9,481.5	10,476.6

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 24. Intercambio comercial de futuros – Facturación, por instrumento, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Total Mercado	270,293.7	294,551.9	317,891.9	289,047.3	318,202.9
Variación porcentual	-2.88%	8.97%	7.92%	-9.07%	10.09%
Tasa de Interés	254,840.0	275,670.4	296,275.2	265,005.1	292,204.3
Monedas	2,651.9	2,737.3	2,543.5	2,585.8	2,416.8
Indice bursátil	12,801.8	16,144.1	19,073.2	21,456.4	23,581.7

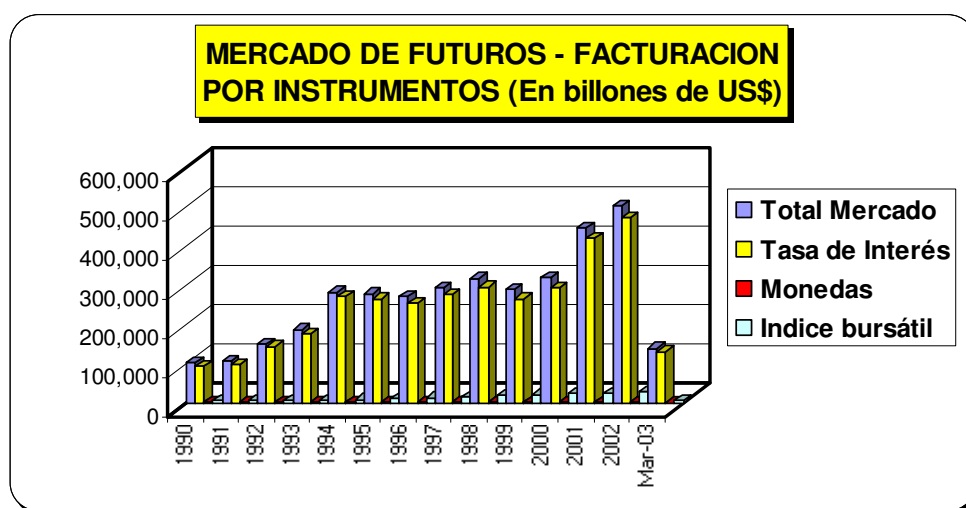
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 25. Intercambio comercial de futuros – Facturación, por instrumento, años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Total Mercado	318,202.9	446,360.0	501,919.8	138,805.2
Tasa de Interés	292,204.3	420,934.2	472,200.9	130,525.9
Monedas	2,416.8	2,499.2	2,514.8	827.0
Indice bursátil	23,581.7	22,926.7	27,204.0	7,452.3

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 12. Mercado mundial de futuros, facturación por instrumentos Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Según facturación, el mercado mundial de futuros ha evolucionado de manera irregular desde el año 1.994 hasta el año 2.000, con reducciones e incrementos anuales entre dichas fechas, sin que se demuestre una creciente negociación en dichos períodos. A partir del año 2.001, su evolución registra un crecimiento importante con una variación del 40,8% respecto del año 2.000 y hasta Marzo de 2.003 se deduce un incremento del 10,6% en proporción a igual período del año inmediatamente anterior.

Es de mencionar adicionalmente y tal como se deduce, que la participación de las tasas de interés, dentro de dicho mercado de futuros en facturación, es el de mayor negociación registrando en los últimos períodos el 94% de participación promedio, seguido de los índices bursátiles con el 5,4% y finalmente con el 0,6% los subyacentes de monedas.

Cuadro 26. Intercambio comercial de futuros – Facturación, según localización, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Norte América	22,914.40	34,734.60	34,983.90	55,290.90	51,096.50
Europa	2,242.70	5,072.90	7,125.70	13,062.20	17,698.70
Asia y Pacífico	6,818.70	16,080.40	19,690.00	25,591.40	33,215.70
Otros mercados	-	-	-	46.60	10.30

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 27. Intercambio comercial de futuros – Facturación, según localización, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Norte América	54,949.30	80,611.40	87,026.60	136,546.20	126,922.30
Europa	20,405.90	36,362.30	50,617.40	70,001.80	72,193.60
Asia y Pacífico	32,422.10	34,324.80	49,230.30	72,567.10	76,176.70
Otros mercados	61.20	89.60	368.50	3,945.60	3,013.10

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 28. Intercambio comercial de futuros – Facturación, según localización, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Norte América	119,502.70	138,274.40	151,234.50	134,064.00	150,916.90
Europa	86,727.70	100,547.70	115,366.50	106,172.00	111,592.00
Asia y Pacífico	60,603.70	52,881.10	48,164.20	46,757.90	52,440.30
Otros mercados	3,459.90	2,848.60	3,126.80	2,053.30	3,253.80

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 29. Intercambio comercial de futuros – Facturación, según localización, años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Norte América	150,916.90	243,993.90	277,732.30	65,602.40
Europa	111,592.00	154,492.10	179,998.50	63,002.60
Asia y Pacífico	52,440.30	43,369.70	40,982.60	9,582.20
Otros mercados	3,253.80	4,504.40	3,206.70	618.00

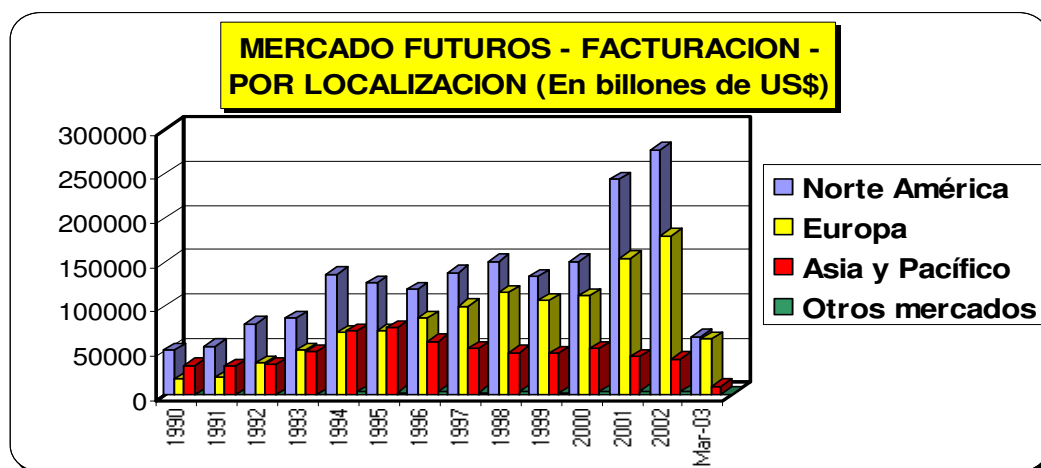
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 30. Intercambio comercial de futuros – Facturación, según localización, distribución porcentual por grupos de años 1.986 a Marzo de 2.003

	/ 86 - / 90	/ 86 - / 95	/ 86 - 2000	/ 86 - Mar.03
Norte América	57.57%	50.61%	48.50%	50.03%
Europa	13.08%	21.78%	28.67%	30.85%
Asia y Pacífico	29.33%	27.05%	22.05%	18.34%
Otros mercados	0.02%	0.56%	0.78%	0.78%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

FUENTE: Cálculos del Autor sobre información del Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 13. Mercado mundial de futuros, facturación por localización. Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

En cuanto al intercambio comercial del mercado mundial de futuros en facturación, prosigue el mercado de Norteamérica con la hegemonía internacional, participando en promedio con el 50,0% en lo acumulado desde 1.986 hasta Marzo de 2.003, seguido de Europa con el 30,9%, Asia y pacífico que ha venido reduciendo participación llegando al 18,3% y con un muy escaso 0,8% otros mercados, incluyendo lógicamente el Latinoamericano.

Es de resaltar que en el año 2.003 y hasta Marzo de igual año, se registra una facturación en futuros muy similar entre los mercados de Norteamérica y Europa, con lo cual se ha de modificar la participación y proyección de dicho mercado.

3.2.5 Mercado Internacional de Opciones – Facturación. La siguiente es la evolución de dicho mercado mundial

Cuadro 31. Intercambio comercial de opciones – Facturación, por instrumento, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Total Mercado	8,598.0	10,350.6	9,324.0	17,049.1	22,403.4
Tasa de Interés	3,744.7	5,240.3	5,735.0	9,933.4	15,287.0
Monedas	585.2	996.1	1,069.7	1,151.4	1,252.6
Indice bursátil	4,268.1	4,114.2	2,519.4	5,964.3	5,863.8

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 32. Intercambio comercial de opciones – Facturación, por instrumento, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Total Mercado	24,627.0	33,054.6	40,449.8	55,934.7	53,425.0
Variación porcentual	9.93%	34.22%	22.37%	38.28%	-4.49%
Tasa de Interés	16,945.6	25,854.7	32,783.1	46,426.3	43,031.0
Monedas	1,429.1	1,420.4	1,431.2	1,393.9	1,326.3
Indice bursátil	6,252.3	5,779.5	6,235.5	8,114.3	9,067.7

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 33. Intercambio comercial de opciones – Facturación, por instrumento, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Total Mercado	52,399.6	61,943.2	70,466.7	62,211.0	66,460.0
Variación porcentual	-1.92%	18.21%	13.76%	-11.72%	6.83%
Tasa de Interés	41,108.5	48,715.3	55,647.9	45,822.1	47,379.0
Monedas	1,293.5	884.3	543.7	288.6	211.8
Indice bursátil	9,997.6	12,343.3	14,275.2	16,100.6	18,869.2

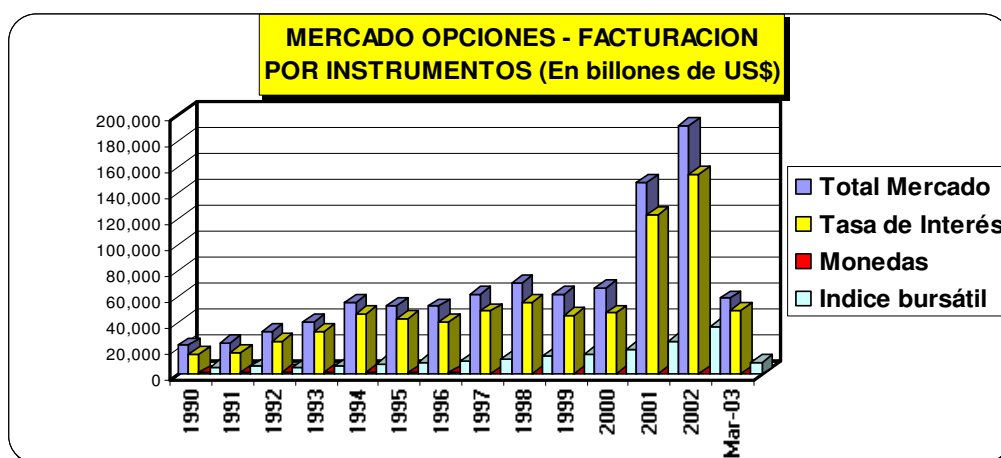
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 34. Intercambio comercial de opciones – Facturación, por instrumento, años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Total Mercado	66,460.0	148,548.0	191,621.4	58,691.1
Variación porcentual	6.83%	123.51%	29.00%	22.51%
Tasa de Interés	47,379.0	122,766.0	154,509.7	49,287.3
Monedas	211.8	356.0	422.7	109.2
Indice bursátil	18,869.2	25,426.1	36,689.1	9,294.5

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 14. Mercado mundial de opciones, facturación por instrumentos. Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Al igual que la evolución del mercado mundial de opciones en interés abierto, se registra un comportamiento similar en la facturación del mercado de opciones, es decir, un virtual estancamiento en el período 1.994 a 2.000 y un repunte a partir del año 2.001, en el que las tasas de interés representan más del 80% de las negociaciones en dicho mercado.

Cuadro 35. Intercambio comercial de opciones – Facturación, según localización, años 1.986 a 1.990 (En Billones de US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990
Norte América	8,434.9	9,926.0	8,153.4	12,164.0	14,660.2
Europa	140.0	363.2	1,006.0	1,705.2	3,861.9
Asia y Pacífico	23.1	61.3	164.6	3,179.8	3,881.3
Otros mercados	-	-	-	0.1	-

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 36. Intercambio comercial de opciones – Facturación, según localización, años 1.991 a 1.995 (En Billones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995
Norte América	15,562.6	21,609.5	25,996.9	39,447.9	33,785.7
Europa	4,775.3	8,421.3	10,879.8	12,548.1	13,768.1
Asia y Pacífico	4,288.2	3,021.7	3,518.8	3,869.4	4,249.2
Otros mercados	0.8	2.1	54.3	69.2	1,622.1

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 37. Intercambio comercial de opciones – Facturación, según localización, años 1.996 a 2.000 (En Billones de US\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Norte América	34,159.0	42,912.9	49,158.8	40,872.4	44,000.0
Europa	13,743.6	14,699.5	17,277.1	17,485.2	17,704.0
Asia y Pacífico	3,946.3	3,939.8	3,623.8	3,522.6	4,165.8
Otros mercados	550.7	390.9	407.1	330.8	590.0

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 38. Intercambio comercial de opciones – Facturación, según localización, años 2.000 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)

	2000	2001	2002	Mar-03
Norte América	44,000.0	107,679.6	128,213.5	29,678.7
Europa	17,704.0	33,655.9	46,844.4	24,495.1
Asia y Pacífico	4,165.8	6,533.7	15,950.7	4,403.6
Otros mercados	590.0	678.9	612.9	113.8

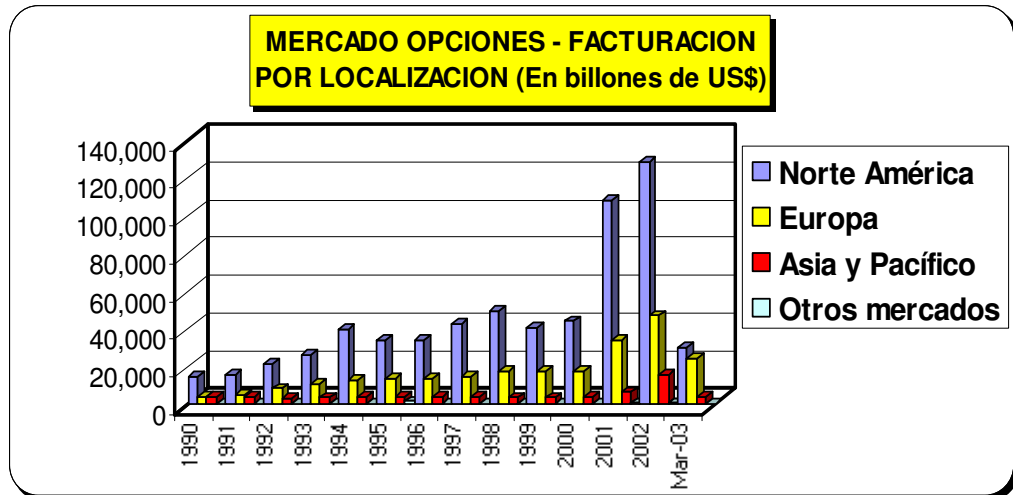
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 39. Intercambio comercial de opciones – Facturación, según localización, participación porcentual por grupos de años desde 1.986 hasta Marzo de 2.003

	/ 86 - / 90	/ 86 - / 95	/ 86 - 2000	/ 86 - Mar.2003
Norte América	78.76%	68.94%	68.09%	67.48%
Europa	10.45%	20.88%	23.51%	24.64%
Asia y Pacífico	10.79%	9.54%	7.72%	7.33%
Otros mercados	0.00%	0.64%	0.68%	0.55%
TOTAL	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

FUENTE: Cálculos del Autor, sobre información del Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 15. Mercado mundial de opciones, facturación por instrumentos. Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En Billones de US\$)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Prosiguiendo con la participación mayoritaria, el mercado de Norteamérica mantiene la supremacía en la negociación de opciones en facturación, acumulando un promedio superior al 65%, pero según la evolución demostrada en su registro histórico ha reducido su participación del 78,8% entre los años 1986 y 1.990, al 67,5% desde 1.986 a Marzo de 2.003.

Cuadro 40. Intercambio total de futuros y opciones – Facturación, participación porcentual por grupos de años desde 1.986 hasta Marzo de 2.003

	/ 86 - / 90	/ 86 - / 95	/ 86 - 2000	/ 86 – Mar / 03
FUTUROS	83.62%	83.10%	82.85%	79.92%
OPCIONES	16.38%	16.90%	17.15%	20.08%
TOTAL	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

FUENTE: Cálculos del Autor, sobre información del Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

En cuanto a facturación, el mercado mundial de futuros prosigue como el de mayor importancia en las negociaciones con aproximadamente el 80% del total de transacciones internacionales y solo el 20% promedio para el mercado mundial de opciones, pero con la favorable tendencia de crecimiento tal como se demuestra en el anterior cuadro No. 40.

3.2.6 Mercado Internacional de Futuros y Opciones en número de contratos. Debidamente conocido el mercado internacional de derivados en subyacentes financieros, con sus respectivos valores de negociación, se registran a continuación, las cantidades o números de contratos negociados en iguales períodos, es decir, desde 1.986 hasta Marzo de 2.003

Cuadro 41. Intercambio total de futuros y opciones – Facturación, número de contratos años 1.986 a 1.990 (En millones de contratos)

	1,986	1,987	1,988	1,989	1,990
TOTAL MERCADO	314.9	389.6	336.3	421.2	478.2
Variación Porcentual	N.D.	23.72%	-13.68%	25.25%	13.53%
TASAS DE INTERES	113.2	175.0	186.9	240.5	271.1
MONEDAS	32.9	39.5	40.7	48.9	48.6
INDICES BURSATILES	168.8	175.2	108.7	131.8	158.5

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 42. Intercambio total de futuros y opciones – Facturación, número de contratos años 1.991 a 1.995 (En millones de contratos)

	1,991	1,992	1,993	1,994	1,995
TOTAL MERCADO	510.4	635.6	787.9	1,142.9	1,211.6
Variación Porcentual	6.73%	24.53%	23.96%	45.06%	6.01%
TASAS DE INTERES	281.7	394.9	509.9	745.1	786.5
MONEDAS	52.9	54.7	62.7	91.1	122.9
INDICES BURSATILES	176.0	185.9	215.3	306.6	302.1

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 43. Intercambio total de futuros y opciones – Facturación, número de contratos años 1.996 a 2.000 (En millones de contratos)

	1,996	1,997	1,998	1,999	2,000
TOTAL MERCADO	1,129.3	1,207.2	1,329.4	1,361.9	1,646.1
Variación Porcentual	-6.79%	6.90%	10.12%	2.44%	20.87%
TASAS DE INTERES	763.3	818.3	889.6	790.6	888.8
MONEDAS	99.9	94.6	66.7	44.0	50.7
INDICES BURSATILES	266.2	294.1	373.1	527.3	706.6

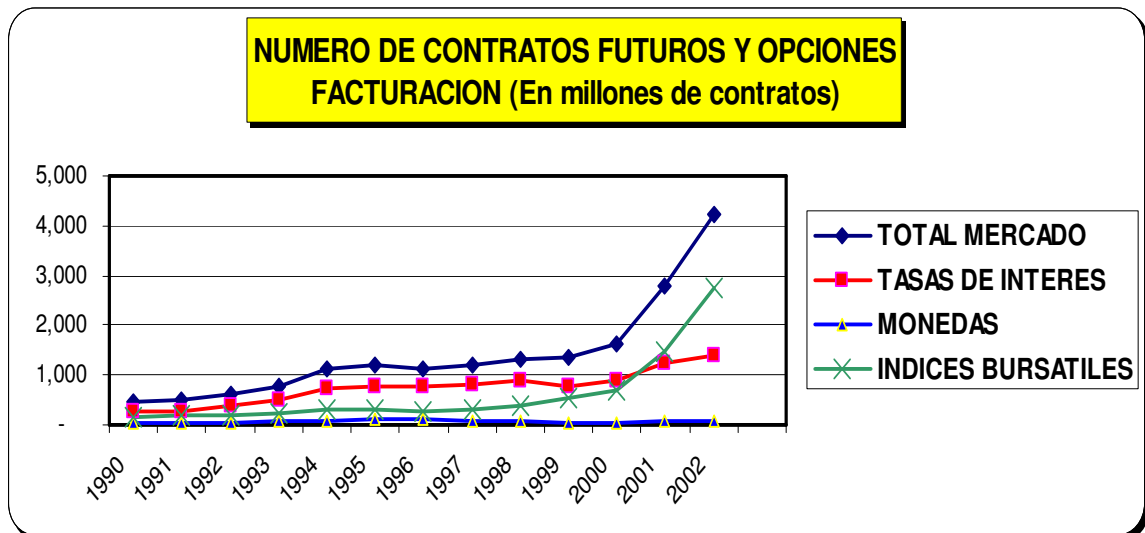
FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Cuadro 44. Intercambio total de futuros y opciones – Facturación, número de contratos años 2.000 a Marzo de 2.003 (En millones de contratos)

	2,000	2,001	2,002	Mar./2.003
TOTAL MERCADO	1,646.1	2,801.9	4,212.7	1,343.8
Variación Porcentual	20.87%	70.21%	50.35%	27.60%
TASAS DE INTERES	888.8	1,257.1	1,388.2	403.3
MONEDAS	50.7	59.6	58.8	16.4
INDICES BURSATILES	706.6	1,485.3	2,765.6	924.1

FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Gráfica No. 16. Mercado mundial de futuros y opciones, facturación por instrumentos. Años 1.990 a Marzo de 2.003 (En Millones de contratos)



FUENTE: Bank for international settlements <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Con similar tendencia a la registrada en los valores de negociación del mercado de futuros y opciones, la evolución en cuanto al número de contratos; guarda una correlación en lo que respecta al total del mercado mundial. Sin embargo, en la cantidad de contratos sobre tasas de interés, su evolución es muy diferente, siendo cada vez mayor la participación individual de los valores negociados por contrato; situación contraria en la negociación de los índices bursátiles, con una cantidad de contratos y valores negociados en la misma tendencia por período.

En conclusión, existe un mercado mundial de derivados en pleno auge, con participación mayoritaria en contratos a futuro sobre tasas de interés y dominio del mercado Norteamericano, aunque con gran repunte del mercado Europeo, declinación de Asia y Pacífico y estancamiento de otros mercados.

4 APLICACIÓN EN COLOMBIA DEL MERCADO DE DERIVADOS EN SUBYACENTES FINANCIEROS

Partiendo del hecho que en Colombia no existe un mercado organizado de derivados a través de la Bolsa de Valores, se presentan a continuación los principales aspectos y prácticas para los subyacentes financieros, haciendo absoluta claridad en que la investigación se incluía un formato de encuesta dirigido a las Sociedades Comisionistas de Bolsa (Ver anexo C) y otro formato de encuesta dirigido a los Clientes de dichas firmas Comisionistas (Ver anexo D), sin embargo la consecución de dicha información no fue posible, debido al recelo y falta de colaboración por parte de dichas entidades; aún con la intervención directa de personas allegadas que laboran en las mismas firmas comisionistas, de la vinculación estrecha entre la Universidad Autónoma de Bucaramanga – Facultad de Ingeniería Financiera y la propia Supervalores, así como con la Bolsa de Valores Colombia.

Ante dichas dificultades y sin dejar de lado la investigación básica objeto del tema de estudio, se obtuvo la información que se registra a continuación, con los análisis de su evolución, alcance y características que rigen el mercado de derivados en Colombia.

4.1 EVOLUCION DE LOS INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGO EN COLOMBIA

El manejo de cobertura de riesgo en Colombia, revela una contradicción interna que es necesario subsanar, antes de implementar nuevos instrumentos o reformas relacionados con ellos.

Es así como de una parte, los agentes productivos enfrentan riesgos que sólo pueden cubrir deficientemente y por ende se ven afectados. En tal sentido, existe entonces la necesidad de parte de dichos agentes, para introducir mecanismos de cobertura de riesgo, mejor diseñados y mas eficientes, tal como ha sido la experiencia de otras economías en desarrollo.

De otra parte, ni el sector financiero, ni la comunidad empresarial o los entes gubernamentales, están capacitados para participar de manera inmediata en las transacciones con operaciones de derivados mas sofisticados con real

conocimiento de cusa y profesionalismo. Al respecto, es de resaltar el desarrollo e implementación logrados en derivados sobre materias primas, a través de la Bolsa Nacional Agropecuaria – BNA; cuya evolución, alcance y resultados han sido muy efectivos y de gran aceptación por parte de los diferentes agentes que intervienen y participan.

Por tanto, los resultados ya obtenidos en dicho mercado, han de servir como parámetro de seguimiento para la debida implementación de los instrumentos de cobertura de riesgo sobre subyacentes financieros en Colombia, teniendo que hacer grandes esfuerzos en temas tales como la conformación y entrenamiento de un grupo de comisionistas altamente especializados, la capacitación de los proveedores de software y hardware y la debida actualización a las compañías que ofrecen servicios de auditoria contable y financiera y asesoría legal.

En cuanto a la evolución del mercado de derivados en Colombia, la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo ha sido mínima, y su evolución ha tenido en común, la participación del sector financiero en las diversas transacciones. Bajo tales consideraciones, se demuestra la inestabilidad del mercado, en la medida en que se pretenda la aplicación de crear instrumentos de cobertura de riesgo similares a los derivados o de mayor aplicación como los del mercado internacional, sobre el cual se presentaron las principales cifras de su evolución.

Entre la lista de instrumentos existentes en el país, se mencionan: los carruseles, las operaciones a plazo, los **forwards** de tasa de cambio y los **swaps** de títulos valores.

Los carruseles, sucesiones de operaciones predefinidas con el mismo título como pivote, aparecieron en 1987 y fueron el primer derivado utilizado en el mercado Colombiano. Entre las ventajas que ofrecen las operaciones carrusel se menciona la de facilitar la planeación de la liquidez en los portafolios y servir además de base para crear derivados mas sofisticados ²⁵.

Sin embargo, la iliquidez y la valoración a precios de mercado, fueron las principales desventajas que ofrecieron dichos instrumentos. La primera de ellas, dada por que los títulos incluidos en dicha operación, no podían venderse antes del plazo pactado y la segunda desventaja mencionada, por cuanto no se permitió la posibilidad de proseguir con diferir los resultados, lo cual era una práctica contable que favorecía el desarrollo de los carruseles en el pasado.

²⁵ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA, Op. cit., p. 115 - 116

Al respecto se puede registrar que los carruseles tuvieron una importancia relativa hasta mediados de la década pero han perdido peso en los últimos años. En 1995 las sociedades comisionistas de bolsa dedicaron el 6,4% de sus operaciones a los carruseles y ya en 1.997 se presentó una caída significativa del valor transado en estas operaciones equivalentes al 32%. Esta tendencia se mantuvo en el tiempo, al punto en que la participación de este tipo de operaciones en 2001 fue de solo 0,5%²⁶

Las operaciones a plazo son el segundo instrumento de cobertura existente en el país y consisten en operaciones bursátiles de compraventa de títulos en las que se pacta la entrega y el pago correspondiente para una fecha futura. Al igual que en el caso de los futuros, se exigen garantías ajustables a lo largo del plazo de la operación. En las operaciones a plazo y tal como se menciona, prevalece la secuencia de operaciones bursátiles, lo cual garantiza la conformación de un precio de mercado y el acceso a los fondos de garantías de las bolsas.

Los **swaps** de títulos valores, diferentes a los **swaps** tradicionales que se transan en los mercados desarrollados, se configuran mediante el intercambio de papeles con plazos diferentes, ajustando las tasas de rendimiento para lograr condiciones de indiferencia. Se configuran cuando se intercambia un papel de largo plazo, es decir sin liquidez a su precio de registro, por uno de plazo mas corto con rendimientos por debajo del mercado, que compensan la pérdida potencial del papel de largo plazo. Es decir, el resultado final de dicha operación es la reestructuración de plazo y de portafolio, y en ciertos casos se logra además colocar papeles en condiciones de liquidez²⁷.

Su práctica actual en Colombia ha venido siendo abandonada o dejada de lado, por la misma práctica ya comentada de las operaciones carrusel, relacionada con la valoración y control de dichos instrumentos acorde con su verdadera situación en el mercado, las cuales fueron reglamentadas, mediante las resoluciones 200 y 96 de la Superintendencia Bancaria de Colombia y de la Superintendencia de Valores, respectivamente.

Bajo tales condiciones, los **swaps** que aparecieron en Colombia entre 1993 y 1994, bajo condiciones de altas tasas de interés con expectativas muy superiores a las de los inversionistas, hacían posible la estructuración de plazos, mejorando

²⁶ ARBELAEZ, María Angélica, ZULUAGA, Sandra y GUERRA María Lucía. El mercado de capitales Colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de Bolsa. Alfaomega Colombiana S.A. Bogotá. 2002 p. 108

²⁷ Ibid., p. 116

la posición de liquidez sin afectar la situación presente de pérdidas o ganancias; sin embargo, dicha situación se convirtió en gran desventaja al tener que registrar pérdidas basadas en las pérdidas diferidas en el pasado.

Finalmente las operaciones **forward** que se hacen en Colombia, tienen como subyacente principal la tasa de cambio. Dentro de dichos contratos y cumpliendo con la obligación de compra y venta en un monto, precio y fecha determinados; al no requerir la entrega futura de divisas se establece una tasa de referencia, generalmente dada por la Tasa representativa del mercado – TRM, en la que el comprador o vendedor cubren la diferencia que se presente entre la tasa fijada y la tasa de referencia. Estas operaciones buscan ante todo cubrir riesgos cambiarios derivados de operaciones de importación o exportación²⁸.

Considerando entonces las dos principales clases de operaciones que han tenido algún registro importante en términos de valores negociados y que pueden tener equivalencia con coberturas de riesgo, se presentan los siguientes resultados en el mercado nacional para operaciones **forward** y operaciones a plazo de cumplimiento financiero - OPCF, ambas sobre tasas de cambio.

Cuadro 45. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Enero a Junio de 2.001 (En Millones de US\$)

MILLONES DE US\$	Ene-01	Feb-01	Mar-01	Abr-01	May-01	Jun-01	En-Jun / 01
FORWARDS compra	\$ 1,465.1	\$ 1,238.4	\$ 1,834.1	\$ 1,524.6	\$ 2,147.9	\$ 1,496.1	\$ 9,706.2
Interbancario	\$ 915.1	\$ 667.9	\$ 969.3	\$ 843.8	\$ 1,296.2	\$ 812.7	\$ 5,505.0
Sector real	\$ 550.0	\$ 570.5	\$ 864.8	\$ 680.8	\$ 851.7	\$ 683.4	\$ 4,201.2
FORWARDS venta	\$ 1,465.2	\$ 1,238.4	\$ 1,834.1	\$ 1,524.5	\$ 2,147.8	\$ 1,496.1	\$ 9,706.1
Interbancario	\$ 1,217.0	\$ 1,002.4	\$ 1,468.0	\$ 1,272.0	\$ 1,530.8	\$ 1,157.0	\$ 7,647.2
Sector real	\$ 248.2	\$ 236.0	\$ 366.1	\$ 252.5	\$ 617.0	\$ 339.1	\$ 2,058.9
TOTAL PLAZOS (días)	\$ 1,465.2	\$ 1,238.2	\$ 1,834.2	\$ 1,524.5	\$ 2,147.9	\$ 1,496.1	\$ 9,706.1
3 a 14	\$ 373.2	\$ 212.4	\$ 362.5	\$ 417.0	\$ 384.4	\$ 355.3	\$ 2,104.8
15 a 35	\$ 754.4	\$ 684.6	\$ 1,005.4	\$ 779.9	\$ 1,156.4	\$ 652.3	\$ 5,033.0
36 a 60	\$ 74.6	\$ 91.8	\$ 109.3	\$ 75.0	\$ 153.8	\$ 43.6	\$ 548.1
61 a 90	\$ 153.4	\$ 75.0	\$ 75.8	\$ 77.6	\$ 147.1	\$ 61.5	\$ 590.4
91 a 180	\$ 52.5	\$ 90.3	\$ 113.1	\$ 59.6	\$ 103.7	\$ 184.2	\$ 603.4
> 180	\$ 57.1	\$ 84.1	\$ 168.1	\$ 115.4	\$ 202.5	\$ 199.2	\$ 826.4

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

²⁸ Ibid., p. 117

Cuadro 46. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Julio a Diciembre de 2.001 (En Millones de US\$)

MILLONES DE US\$	Jul-01	Ago-01	Sep-01	Oct-01	Nov-01	Dic-01	Jul-Dic / 01
FORWARDS compra	\$ 1,512.6	\$ 1,496.2	\$ 1,569.4	\$ 1,481.4	\$ 1,927.0	\$ 1,703.1	\$ 9,689.7
Interbancario	\$ 678.1	\$ 787.7	\$ 709.1	\$ 728.6	\$ 988.8	\$ 1,075.2	\$ 4,967.5
Sector real	\$ 834.5	\$ 708.5	\$ 860.3	\$ 752.8	\$ 938.2	\$ 627.9	\$ 4,722.2
FORWARDS venta	\$ 1,512.6	\$ 1,496.3	\$ 1,569.5	\$ 1,481.3	\$ 1,927.0	\$ 1,703.1	\$ 9,689.8
Interbancario	\$ 1,199.1	\$ 1,193.9	\$ 1,290.3	\$ 1,168.3	\$ 1,554.4	\$ 1,210.2	\$ 7,616.2
Sector real	\$ 313.5	\$ 302.4	\$ 279.2	\$ 313.0	\$ 372.6	\$ 492.9	\$ 2,073.6

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Continuación Cuadro 46. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Julio a Diciembre de 2.001 (En Millones de US\$)

MILLONES DE US\$	Jul-01	Ago-01	Sep-01	Oct-01	Nov-01	Dic-01	Jul-Dic / 01
TOTAL PLAZOS (días)	\$ 1,512.6	\$ 1,496.3	\$ 1,569.4	\$ 1,481.3	\$ 1,927.1	\$ 1,703.0	\$ 9,689.7
3 a 14	\$ 343.3	\$ 251.3	\$ 365.0	\$ 256.6	\$ 496.7	\$ 467.5	\$ 2,180.4
15 a 35	\$ 606.6	\$ 812.7	\$ 797.2	\$ 715.0	\$ 720.5	\$ 675.5	\$ 4,327.5
36 a 60	\$ 102.7	\$ 101.5	\$ 177.0	\$ 191.3	\$ 131.6	\$ 229.3	\$ 933.4
61 a 90	\$ 187.9	\$ 82.4	\$ 71.0	\$ 57.2	\$ 391.0	\$ 108.8	\$ 898.3
91 a 180	\$ 201.8	\$ 135.3	\$ 137.7	\$ 157.0	\$ 73.7	\$ 129.6	\$ 835.1
> 180	\$ 70.3	\$ 113.1	\$ 21.5	\$ 104.2	\$ 113.6	\$ 92.3	\$ 515.0

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Cuadro 47. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Enero a Junio de 2.002 (En Millones de US\$)

	Ene-02	Feb-02	Mar-02	Abr-02	May-02	Jun-02	En-Jun / 02
FORWARDS compra	\$ 2,751.5	\$ 2,037.9	\$ 1,657.7	\$ 2,344.1	\$ 2,212.9	\$ 1,651.2	\$ 12,655.3
Interbancario	\$ 1,598.6	\$ 1,443.1	\$ 1,076.5	\$ 1,436.9	\$ 1,598.6	\$ 1,174.2	\$ 8,327.9
Sector real	\$ 1,152.9	\$ 594.8	\$ 581.2	\$ 907.2	\$ 614.3	\$ 477.0	\$ 4,327.4
FORWARDS venta	\$ 2,751.4	\$ 2,037.9	\$ 1,657.7	\$ 2,344.2	\$ 2,212.8	\$ 1,651.2	\$ 12,655.2
Interbancario	\$ 1,838.4	\$ 1,453.5	\$ 1,261.5	\$ 1,710.7	\$ 1,513.3	\$ 1,209.9	\$ 8,987.3
Sector real	\$ 913.0	\$ 584.4	\$ 396.2	\$ 633.5	\$ 699.5	\$ 441.3	\$ 3,667.9
TOTAL PLAZOS (días)	\$ 2,751.3	\$ 2,037.9	\$ 1,657.7	\$ 2,344.2	\$ 2,212.9	\$ 1,651.2	\$ 12,655.2
3 a 14	\$ 489.1	\$ 421.4	\$ 358.8	\$ 519.6	\$ 250.4	\$ 305.4	\$ 2,344.7
15 a 35	\$ 962.4	\$ 952.9	\$ 724.5	\$ 1,016.3	\$ 836.2	\$ 785.7	\$ 5,278.0
36 a 60	\$ 231.2	\$ 133.2	\$ 123.5	\$ 134.5	\$ 427.6	\$ 48.7	\$ 1,098.7
61 a 90	\$ 277.5	\$ 158.5	\$ 121.4	\$ 227.7	\$ 256.5	\$ 171.2	\$ 1,212.8
91 a 180	\$ 471.2	\$ 248.1	\$ 240.8	\$ 340.3	\$ 289.7	\$ 237.9	\$ 1,828.0
> 180	\$ 319.9	\$ 123.8	\$ 88.7	\$ 105.8	\$ 152.5	\$ 102.3	\$ 893.0

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Cuadro 48. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Julio a Diciembre de 2.002 (En Millones de US\$)

	Jul-02	Ago-02	Sep-02	Oct-02	Nov-02	Dic-02	Jul-Dic / 02
FORWARDS compra	\$ 2,768.1	\$ 2,330.3	\$ 2,238.8	\$ 2,100.0	\$ 1,872.5	\$ 1,508.5	\$ 12,818.2
Interbancario	\$ 1,934.3	\$ 1,697.5	\$ 1,485.1	\$ 1,474.6	\$ 1,279.8	\$ 1,170.5	\$ 9,041.8
Sector real	\$ 833.8	\$ 632.8	\$ 753.7	\$ 625.4	\$ 592.7	\$ 338.0	\$ 3,776.4
FORWARDS venta	\$ 2,768.1	\$ 2,330.4	\$ 2,238.8	\$ 2,100.1	\$ 1,872.4	\$ 1,508.4	\$ 12,818.2
Interbancario	\$ 1,924.9	\$ 1,661.2	\$ 1,664.2	\$ 1,255.0	\$ 1,420.3	\$ 1,020.7	\$ 8,946.3
Sector real	\$ 843.2	\$ 669.2	\$ 574.6	\$ 845.1	\$ 452.1	\$ 487.7	\$ 3,871.9

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Continuación Cuadro 48. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Julio a Diciembre de 2.002 (En Millones de US\$)

	Jul-02	Ago-02	Sep-02	Oct-02	Nov-02	Dic-02	Jul-Dic / 02
TOTAL PLAZOS (días)	\$ 2,768.2	\$ 2,330.4	\$ 2,238.8	\$ 2,100.0	\$ 1,872.5	\$ 1,508.5	\$ 12,818.4
3 a 14	\$ 784.9	\$ 862.5	\$ 846.1	\$ 405.3	\$ 387.4	\$ 476.3	\$ 3,762.5
15 a 35	\$ 928.9	\$ 831.3	\$ 778.7	\$ 774.6	\$ 735.3	\$ 528.7	\$ 4,577.5
36 a 60	\$ 154.7	\$ 146.5	\$ 80.6	\$ 186.6	\$ 160.4	\$ 235.1	\$ 963.9
61 a 90	\$ 258.7	\$ 73.7	\$ 126.5	\$ 310.1	\$ 279.2	\$ 86.1	\$ 1,134.3
91 a 180	\$ 384.8	\$ 272.8	\$ 175.6	\$ 301.3	\$ 166.9	\$ 99.7	\$ 1,401.1
> 180	\$ 256.2	\$ 143.6	\$ 231.3	\$ 122.1	\$ 143.3	\$ 82.6	\$ 979.1

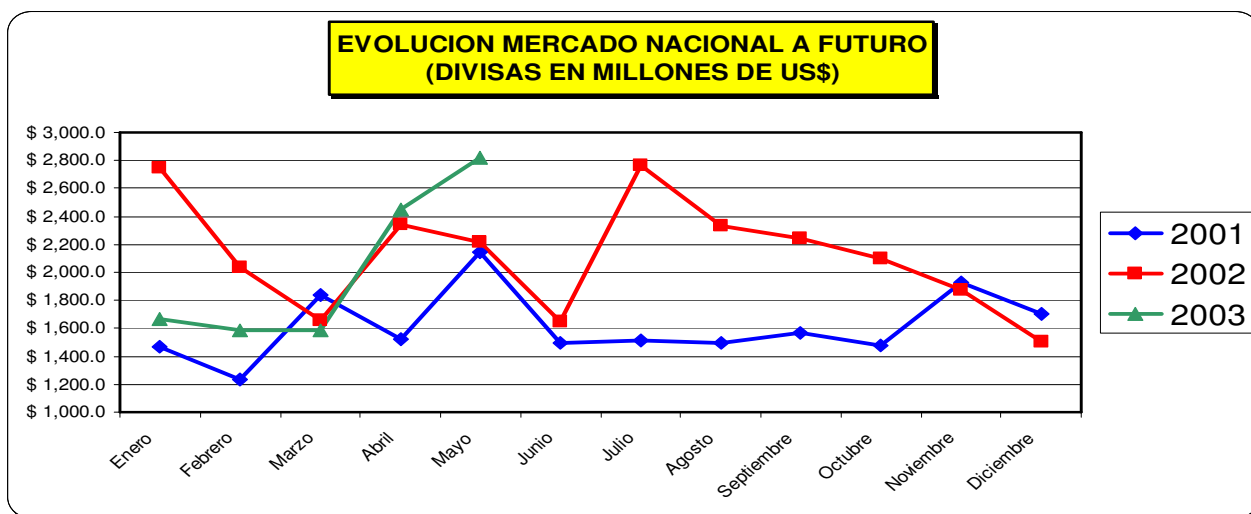
FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Cuadro 49. Mercado nacional de operaciones a futuro en divisas, Enero a Mayo de 2.003 (En Millones de US\$)

	Ene-03	Feb-03	Mar-03	Abr-03	May-03	En - Mayo / 03
FORWARDS compra	\$ 1,664.4	\$ 1,584.1	\$ 1,583.5	\$ 2,450.7	\$ 2,822.9	\$ 10,105.6
Interbancario	\$ 1,274.2	\$ 1,262.4	\$ 1,226.6	\$ 1,830.6	\$ 2,037.5	\$ 7,631.3
Sector real	\$ 390.2	\$ 321.7	\$ 356.9	\$ 620.1	\$ 785.4	\$ 2,474.3
FORWARDS venta	\$ 1,664.4	\$ 1,584.1	\$ 1,583.6	\$ 2,450.7	\$ 2,822.8	\$ 10,105.6
Interbancario	\$ 1,127.9	\$ 1,126.2	\$ 1,146.6	\$ 1,621.9	\$ 1,771.1	\$ 6,793.7
Sector real	\$ 536.5	\$ 457.9	\$ 437.0	\$ 828.8	\$ 1,051.7	\$ 3,311.9
TOTAL PLAZOS (días)	\$ 1,664.4	\$ 1,584.0	\$ 1,583.5	\$ 2,450.7	\$ 2,822.9	\$ 10,105.5
3 a 14	\$ 541.8	\$ 350.3	\$ 308.1	\$ 445.7	\$ 568.7	\$ 2,214.6
15 a 35	\$ 600.3	\$ 662.1	\$ 532.4	\$ 792.1	\$ 1,001.0	\$ 3,587.9
36 a 60	\$ 185.9	\$ 141.7	\$ 230.1	\$ 371.5	\$ 374.5	\$ 1,303.7
61 a 90	\$ 105.3	\$ 142.3	\$ 101.7	\$ 226.9	\$ 289.8	\$ 866.0
91 a 180	\$ 126.1	\$ 119.8	\$ 240.8	\$ 307.7	\$ 398.2	\$ 1,192.6
> 180	\$ 105.0	\$ 167.8	\$ 170.4	\$ 306.8	\$ 190.7	\$ 940.7

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Gráfica No. 17. Evolución mercado nacional de **forwards** en divisas, años 2.001, 2.002 y a Mayo de 2.003 (En Millones de US\$)



FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Cuadro 50. Resumen del mercado nacional de operaciones **forwards** en divisas, años 2.001, 2.002 y a mayo de 2.003 (En Millones de US\$)

Millones de US\$	TOTAL / AÑO	PROM./ MES
Año 2.001	\$ 19,395.9	\$ 1,616.3
Año 2.002	\$ 25,473.5	\$ 2,122.8
A Mayo / 2.003	\$ 10,105.6	\$ 2,021.1
Variac. Percent. 2002 / 2001	31.33%	31.33%

FUENTE: Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas

Dados dichos resultados, se puede deducir la favorable evolución en las operaciones a futuro de divisas durante el año 2.002, con un crecimiento promedio del 31,3% respecto del año 2.001 y hasta Mayo de 2.003 se registra una reducción del -4,8% mensual con relación al promedio mensual del año 2.002, sin embargo comparativamente entre Mayo 2.003 y Mayo 2.002, se presenta un incremento del 27,6% en las transacciones de divisas a futuro.

En cuanto a la participación por sectores, los **forwards** sobre divisas para compra, están dados de Enero a Mayo de 2.003, en un 75,5% por el sector interbancario y el restante 24,5% por el sector real. Dicha tendencia se ha venido consolidando, dado que en años anteriores y de manera particular en el período Julio a

Diciembre de 2.001, la proporción era muy semejante, al representar el 51,3% de las compras de **forwards** por el sector interbancario y el 48,7% por el sector real.

En cuanto al proceso de venta de divisas a futuros, desde Julio de 2.002 los **forwards** demuestran una tendencia en que el sector interbancario no tiene una diferencia tan marcada con el sector real, como la dada en los **forwards** para compra. Es decir, en la compra de divisas, el sector interbancario tiene mayor participación porcentual que en la venta, deduciéndose entonces que dicho sector cambió totalmente su posición e intervención, de ser mayoritariamente vendedor de divisas a ser mas actor bajo la posición compradora.

Respecto de los plazos en que se negocian los **forwards**, los de muy corto tiempo hasta 35 días, siempre han sido los de mayor transacción, sin embargo, su representación porcentual se ha reducido de mas del 70% en el año 2.001 al 57,4% en el período Enero a Mayo de 2.003, lo que evidencia la tendencia ha ser utilizados en mayores plazos, acorde con el principio y fundamento de dichos contratos.

Sobre dichos resultados, es de mencionar lo publicado en la revista Dinero No. 189 de Septiembre 05 de 2.003, en el sentido que el mercado de derivados mas activo y organizado en Colombia es el de **forwards** sobre tasa de cambio, que mueve un promedio diario de US\$129 millones. A julio de 2.003 este mercado repuntó y los contratos vigentes ascendieron a US\$4.090 millones. Esto se debe a que el mayor riesgo que perciben las empresas que deben importar sus materias primas, reintegrar sus exportaciones y tienen obligaciones o inversiones en moneda extranjera es un cambio adverso en la tasa de cambio ante la volatilidad del pasado. Es así como durante el año 2002, las empresas vivieron las consecuencias, cuando realizaron sus presupuestos con una devaluación del 8% y el porcentaje final llegó al 25% ²⁹.

De manera complementaria, es de resaltar las operaciones a plazo de cumplimiento financiero – OPCF que se realizan a través de la bolsa de valores, cuyos resultado desde Octubre de 2.000 hasta Mayo de 2.003, presentan la siguiente evolución.

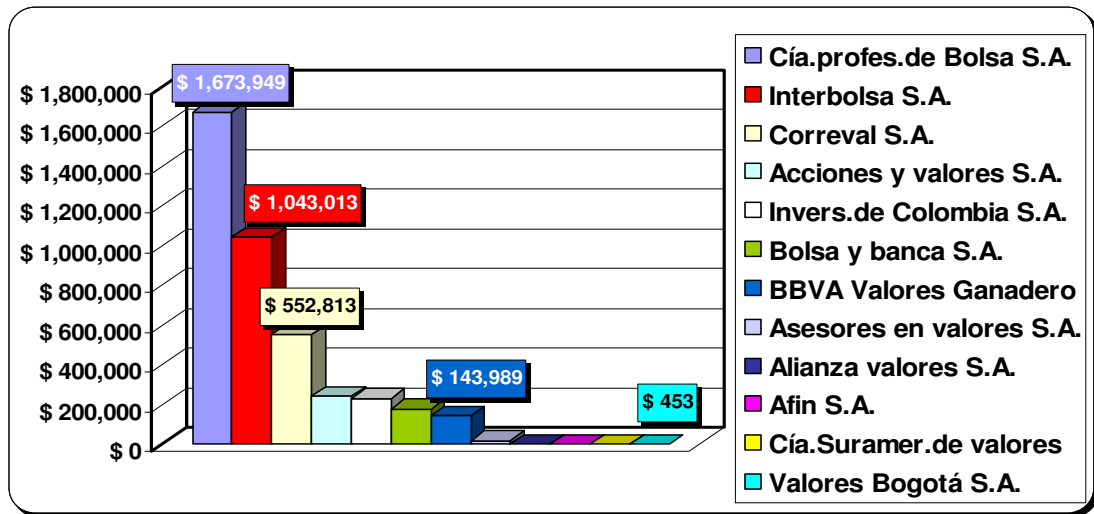
²⁹ Cobertura con futuro., Op. cit., p. 64 – 65

Cuadro 51. OPCF sobre tasas de cambio acumulado por Firms Comisionistas de Bolsa (Octubre 2.000 a Mayo 2.003)

FIRMA COMISIONISTA	Valor transando (\$millones)	Cantidad Transada
Cía.profesionales de Bolsa S.A.	\$ 1,673,949	658'700.000
Interbolsa S.A.	\$ 1,043,013	388'950.000
Correval S.A.	\$ 552,813	212'675.000
Acciones y valores S.A.	\$ 243,964	84'475.000
Inversionistas de Colombia S.A.	\$ 230,918	81'825.000
Bolsa y Banca S.A.	\$ 177,813	72'950.000
BBVA Valores Ganadero S.A.	\$ 143,989	60'200.000
Asesores en valores S.A.	\$ 20,661	8'225.000
Alianza valores S.A.	\$ 2,278	1'000.000
Afin S.A.	\$ 1,732	750.000
Cía.Suramericana de valores S.A.	\$ 464	200.000
Valores Bogotá S.A.	\$ 453	200.000
TOTAL	\$4'092.046	1.570'150.000

FUENTE: Supervalores – Registro OPCF a través de BVC

Gráfica No. 18. OPCF sobre Tasas de cambio por Firms Comisionistas de Bolsa (Vrs. En \$millones) Acumulado de Octubre de 2.000 a Mayo de 2.003



FUENTE: Supervalores – Registro OPCF a través de BVC

Como se puede observar de las anteriores cifras acumuladas, solo a través de doce (12) firms Comisionistas de bolsa, se realizan las operaciones a plazo de cumplimiento financiero sobre tasas de cambio.

A su vez se destaca la Compañía Profesionales de Bolsa S.A. como la mas representativa en dichas transacciones, participando con el 40,9% del total de operaciones en el periodo Octubre de 2.000 a Mayo de 2.003. De manera conjunta, con las firmas Interbolsa S.A. y Correval S.A., acumulan el 79,9% de las OPCF sobre tasas de cambio que se han transado en dicho período.

Es decir, se tienen una muy fuerte concentración de las OPCF sobre tasas de cambio, con una mayoría absoluta de operaciones efectuadas a través de dichas tres básicas Firmas Comisionistas de Bolsa de Valores.

Acorde con la misma publicación No. 189 de la revista Dinero antes reseñada, por el momento 16 de las 42 Sociedades comisionistas de bolsa, están autorizadas a transar con OPCF, con la concentración en la firmas antes reseñadas. Otro factor que contribuye al incipiente desarrollo de estas operaciones es el escaso nivel patrimonial de algunas firmas y la disposición legal que solos les permite tomar una exposición en dólares equivalente al 20% de su patrimonio técnico³⁰.

Al respecto el actual Superintendente de valores, Clemente del Valle, manifiesta en la revista Dinero No. 179 de Abril 11 de 2.003 “ No quiero concentrar el mercado, quiero fortalecerlo. El mercado tiene que crecer, pero diversificado. Hay muchos negocios con gran potencial, donde los comisionistas están llamados a cumplir un papel fundamental”. Adicionalmente, todos los proyectos de la Bolsa de valores, como la cámara de compensación y el mercado de derivados, les abrirán gran espacio a los comisionistas para crecer. El mercado de valores está en pleno desarrollo, habrá mas alternativas de negocios y quien quiera aprovecharlas tendrá que fortalecerse³¹.

Cuadro No. 52. OPCF sobre tasas de cambio por períodos

Períodos	Vr. Transado (\$millones)	Variación porcentual	Cantidad Transada
Octubre - Diciembre / 2.000	12.114,3	N.A.	5'575.000
Año 2.001	681.657,2	N.A.	292'850.000
Año 2.002	2.039.709,2	199,2%	805'300.000
Enero – Mayo / 2.003	1.358.565,6	59,9%	466'425.000
TOTAL	4.092.046,3		1.570'150.000

FUENTE: Supervalores – Registro OPCF a través de BVC

³⁰ Ibid., p. 66 c. 2

³¹ Comisionistas, cambio de reglas. En : Revista Dinero. Santafé de Bogotá. No. 179. (Abril 11 / 2.003); p. 82, c. 1

El sustancial incremento de dichas operaciones en el año 2.002 y en lo acumulado hasta Mayo de 2.003, permiten deducir que la creciente participación de las OPCF sobre tasas de cambio a través de Bolsa de valores, son los instrumentos de cobertura de riesgo con mayor aceptación en el mercado nacional y sobre los cuales se ha de marcar la pauta para un organizado mercado de futuros / opciones en nuestro país.

De la misma revista Dinero, No. 189 de Septiembre 05 de 2.003, se destaca que sobre las OPCF sobre tasa de cambio, las transacciones en lo corrido del año 2.003, totalizan US\$619,8 millones. Dichas operaciones son similares a los **forwards** en la naturaleza de la operación, pero tienen características estándar en tamaño, fechas y constitución de garantías que las hacen comparables a un mercado de futuros. Esto debería hacerlas mas líquidas, pero la ausencia de una cámara de compensación que elimine el riesgo de contraparte ha impedido un mayor crecimiento ³².

Respecto de los **swaps**, entre las operaciones mas recientes están los **swaps** de largo plazo, efectuadas por ISA y EPM. Desde el año anterior, tanto ISA como EPM han realizado dos operaciones **swaps** dólar – peso para cubrir el servicio de su deuda externa de las fluctuaciones de la tasa de cambio y la tasa de interés externa. Las deudas alcanzan US\$297 y US\$640 millones respectivamente. Lo novedoso de las mas recientes operaciones es que se hicieron con bancos en el país (Bancolombia y **Citibank**).

Estas entidades hicieron parte del programa de racionalización del manejo de la deuda externa del sector público iniciado en 1.997, que capacitó en el manejo de derivados a los mayores deudores del sector público en moneda extranjera. Es más, las entidades públicas ya cuentan con un contrato marco para la celebración de operaciones con derivados que facilita estas operaciones³³.

En cuanto a opciones, si bien se pueden haber hecho operaciones pequeñas a muy corto plazo en el sector privado, este mercado es ilíquido en Colombia. Aunque hay muchas empresas interesadas en adquirir este tipo de instrumentos, no encuentran una contraparte que les ofrezca el producto o que lo haga a tasas razonables. En Colombia, el uso mas conocido de las opciones es el de herramienta de política cambiaria para la desacumulación y acumulación de reservas internacionales por parte del emisor. De hecho, estas han tenido un fuerte impacto sobre el precio del dólar. Además, el Departamento de Crédito

³² Cobertura con futuro., Op. cit., p. 66 c. 1

³³ Ibid., p. 66 c. 3

Público también las utiliza para mejorar las condiciones financieras de algunos bonos y llegar a otros inversionistas³⁴.

El interés y la demanda de las empresas del país por este tipo de instrumentos financieros de cobertura denominados derivados sobre subyacentes financieros, es cada vez mayor. Muchos empresarios han comprendido que los derivados , activo financiero cuyo precio se deriva del precio de otro instrumento, les permiten reducir la incertidumbre y volatilidad de sus flujos de caja ante movimientos de mercados financieros como las tasas de cambio, tasas de interés, bienes primarios, acciones e índices. Cada vez hay mayor conciencia de que la empresas que optan por no cubrirse están apostando a que el mercado se va a quedar quieto o se va comportar a su favor y por tanto, están corriendo un riesgo que puede reducirse o cubrirse con derivados³⁵.

4.2 CARACTERISTICAS PRINCIPALES A CONSIDERAR PARA LA APLICACIÓN DE LA BOLSA DE FUTUROS / OPCIONES EN COLOMBIA

Tomando como referencia las principales características que rigen en algunas de las mas importantes bolsas de futuros con énfasis a nivel de Latinoamérica, para su réplica y operatividad en nuestro país, es de considerar los siguientes aspectos.

4.2.1 Conclusiones generales de las operaciones de bolsa de futuros / opciones. En general se puede deducir, que la demanda y por ende las transacciones de cobertura de riesgo alcanza niveles de mayor volumen en aquellos países que experimentan tasas de interés altas o en ascenso, dado que dicho resultado está directamente relacionado de manera general por mayor inflación, valores cambiantes de moneda, mas alto nivel de endeudamiento corporativo; todo lo cual se traduce en mayor riesgo.

Dicho análisis se puede aplicar entonces al escenario de Colombia, en el que predomina un déficit de presupuesto en expansión, un creciente déficit de comercio exterior y otras incertidumbres económicas que permiten concluir un escenario digno de un rápido crecimiento en la necesidad y demanda de instrumentos financieros derivados.

³⁴ Ibid., p. 67 c. 1

³⁵ Ibid., p. 64 c. 1

De igual forma se puede concluir que el momento mas indicado para la iniciación de una bolsa de futuros, es precisamente cuando la economía de dicho país esté atravesando por un período de volatilidad de precios y preferiblemente con inflación creciente, en el que los negociadores y quienes hacen las coberturas son atraídos a los mercado de futuros y opciones, buscando la cobertura y apalancamiento de su moneda depreciada, para hacerlo en mercados competitivamente abiertos y generalmente mas líquidos que otras alternativas.

Un aspecto adicional de importancia, es el éxito que las bolsas deben experimentar en cuanto a un volumen relativamente grande de transacciones dentro de los tres primeros años de operaciones. Es así como las bolsas que no han tenido un volumen superior a los 5.000 contratos diarios a finales del tercer año, no experimentaban ningún crecimiento posterior significativo. Es decir, se puede aplicar el principio de el éxito se obtiene desde el comienzo o no se consigue del todo.

Este mismo comportamiento es aplicable a la introducción de algún nuevo instrumento de cobertura de riesgo o algún nuevo subyacente, es decir, si los nuevos futuros / opciones, no reflejan una demanda fuerte en los primeros meses de su introducción, la probabilidad de su desarrollo se torna mas incipiente o nunca ha de ser atraído lo suficientemente para convertirse en mercados líquidos y viables.

Un aspecto adicional es el tamaño de los contratos, de los que se puede deducir que los de menor tamaño contemplan un factor importante de atracción en cuanto al volumen que se transa. De una parte, por el hecho de que para proteger la misma cantidad tienen que hacerse el doble de contratos, lo que significa que cuanto mas grande o de mayor tamaño la cantidad, se ha de cubrir con un contrato el doble de grande. Pero también es un reflejo de que los contratos pequeños permiten requisitos de menor margen y por tanto, pueden ser potencialmente mas utilizados por un mayor número de negociantes.

Así mismo, se deduce que a medida que se desarrollan los mercados y los negocios han crecido, los intermediarios de las bolsas de futuros / opciones, han descubierto que tenían que competir mas en la calidad y alcance de los servicios que ofrecen y no tanto en el acceso al mercado en el que participan.

Para concluir sobre dicha investigación, la situación macro – económica de Colombia junto con el claro entusiasmo que existe por futuros / opciones de productos entre ejecutivos corporativos, de entidades financieras, corredores de

bolsa de valores, administradores monetarios y funcionarios del estado colombiano; hacen presagiar un clima relativamente favorable para la introducción de productos financieros derivados, al mercado colombiano de capitales.

El potencial éxito en Colombia de desarrollar una bolsa de futuros / opciones, depende no solo de los factores económicos favorables antes descritos, sino también de la ejecución de un firme plan estratégico de negocios para la organización de la bolsa ³⁶.

4.2.2 Parámetros y características básicas a considerar sobre las bolsas de futuros / opciones en el mundo. En cuanto a una pregunta inicial sobre la organización de la bolsa, ¿Qué se haría de otra manera? Una primera respuesta sobre dicho aspecto, fue la racionalización en la toma de decisiones, en el sentido de modificar dicho proceso en cabeza de la administración de la bolsa. Dicha respuesta fue incluso dada por las bolsas de mayor éxito, manifestando que en sus procesos de toma de decisiones ameritaban una racionalización o simplificación.

Sobre dicho aspecto es de reseñar, que hacen referencia a que demasiadas personas y organizaciones estaban involucradas en el proceso de organización y arranque, razón por la cual el proceso resultaba mucho mas demorado y costoso, por lo que resultaba imprescindible mejoras en la calidad de las decisiones. Al final se llegaba al consenso casi general que lo mejor sería responsabilizar a una persona, con el conocimiento, la experiencia y capacidad de dirección, para que trabaje con un consejo directivo de dos o tres personas, responsabilizándolas de todas las decisiones finales.

Un segundo aspecto, es el obtener compromisos legalmente obligatorios de los potenciales miembros. En tal sentido, casi todos afirmaron haber recibido la oferta de un apoyo mucho mayor en la negociación del que efectivamente recibieron. Es decir, buscar la forma de obtener compromisos legalmente obligatorios de quienes se comprometían a participar de otra forma, con el concepto válido que los organizadores de una bolsa no deben tomar muy seriamente los compromisos de apoyo que no consten por escrito.

Como tercer fundamento a modificar se menciona el establecer una estructura general de **Clearing member** o miembro liquidador, al respecto muchas de las

³⁶ POWERS, Mark J., Op. cit., p. 35 - 38

bolsas que iniciaron con una cámara de compensaciones ampliamente basada y abierta a todos los que cumplieran con los requisitos de capital, descubrieron que muchos de los miembros de dichas cámaras de compensación eran débiles y subcapitalizados.

Además encontraron que era difícil negociar con tantos miembros liquidadores. Posteriormente cambiaron o han estado cambiando al esquema de miembro liquidador general, que consiste en un puñado de compañías actuando en calidad de miembros liquidadores y las demás compañías liquidadoras a través de aquellas.

No obstante, alguna bolsa manifestó que estaba haciendo lo contrario, empezaron con alguno bancos como liquidadores y descubrieron que ninguno consideraba agresivamente la liquidación como un negocio, por lo que la bolsa no crecía y es por ello que buscaron formas de abrir la liquidación directamente a los clientes.

Como cuarto aspecto se manifestó el establecer mayores requisitos de capital, cuyo tema es de interminable debate en todas las bolsas. Si los requisitos de capital son demasiado altos se convierten en una barrera, si son demasiado bajos, amenazan la solidez de la estructura.

Entre las varias compañías que mencionaron haber establecido mayores requisitos de capital para pertenecer a la cámara de compensación, descubrieron que la fortaleza de dichas cámaras, depende de la debilidad de sus miembros, Consideraron además que fijar requisitos de capital bajos para atraer un mayor número de miembros fue un error porque daba la impresión de que la bolsa estaba compuesta por una cantidad de compañías subcapitalizadas.

Por su parte, las bolsas que consideraron necesitar mas altos requisitos de capital fueron también aquellas que creyeron haber permitido que demasiadas compañías fueran miembros liquidadores y que se están moviendo hacia el esquema de menor cantidad pero mas grandes miembros liquidadores bajo un esquema de miembro liquidador general.

El último concepto sobre la organización de la bolsa está dado en concentrar mayores esfuerzos en reclutar los llamados locales, quienes son los operadores de piso que negocian básicamente para sus propias cuentas, son ellos quienes proveen la liquidez que necesitan los aseguradores para transferir el riesgo del cambio de precio.

Todos coincidieron en afirmar que darían mayor énfasis a conseguir locales, concluyendo que aquellas bolsas que parecían estar en problemas tenían débiles hacedores del mercado, aquellas que parecían estar comenzando con éxito habían reclutado locales recientemente y aquellas que parecían tener gran éxito tenían gran cantidad de locales³⁷.

4.2.3 Aspectos de mercadeo. Al respecto el primer punto se refiere a minimizar la publicidad, es así como muchos declararon haber gastado dinero y recursos en publicidad que podrían haberse destinado a una promoción mas dirigida. Es decir, que la publicidad impresa dirigida a una industria y exaltando las virtudes de la bolsa, podría haberse eliminado a cambio de grupos objetivos específicos, con mensajes particulares enviados a través de canales y medios diseñados para clientes, tales como seminarios para ejecutivos de un área específica.

Otros manifestaron que solo presupuestarían sumas simbólicas para hacer promocionar la creación y apertura de la bolsa en la comunidad financiera internacional, dedicando los demás esfuerzos a apoyar la publicidad de las compañías miembro para crear una base de clientes.

Un segundo tema está dado con eliminar o reducir los grandes seminarios como medios para desarrollar el interés del cliente en la bolsa. En tal sentido, casi todos coincidieron en afirmar que al comienzo del proceso de creación patrocinaron varios grandes y costosos seminarios para promocionar y educar a la gente acerca de la bolsa, sin encontrar una respuesta favorable.

En tal sentido, se puede sugerir que dichos seminarios podrían ser parcialmente financiados por agencias gubernamentales y parcialmente auto financiados a través de derechos cobrados a los asistentes.

Un tercer concepto es concentrarse en reuniones de pequeños grupos, necesidades específicas, temas, problemas y soluciones. Sobre este concepto, casi todos afirmaron que el método mas efectivo y menos costoso de promoción y mercadeo, es el de un seminario taller estructurado para pequeños grupos de participantes que estén seriamente interesados en el mercado. Los temas deben concentrarse en los problemas de manejo de riesgos específicos que enfrenta ese segmento del mercado.

³⁷ Ibid., p. 39 - 42

Un cuarto aspecto de mercadeo, es el de concentrarse en el uso de tecnologías de sistemas, información y análisis de solución de problemas, cobertura y comercialización. En dicho aspecto, se manifiesta que un gran problema que no habían previsto fue la falta de información, modelos analíticos y sistemas de los participantes para evaluar la situación de sus negocios de manera que pudieran usar los futuros / opciones con conocimiento y de manera apropiada para la cobertura.

En síntesis, concentrar esfuerzos y algún dinero en contribuir a desarrollar y distribuir modelos de computador para que las compañías pudieran efectuar los análisis requeridos y estar en posición de supervisar y controlar su actividad de futuros / opciones ³⁸.

4.2.4 Regulación e intervención estatal. Primero se plantea el reforzar la supervisión de los organismos autorreguladores (SRO) y los esfuerzos para su ejecución, es decir, el concepto de una bolsa autorizada por el gobierno para conferir una responsabilidad específica por la conducta de sus miembros, como concepto de regulación que contribuye a la credibilidad en la actividad. En definitiva, la bolsa tiene una carga extra que consiste en demostrar que sus operaciones son justas y que aplican las leyes, aún en contra de sus amigos.

En segundo lugar, se menciona el destinar mayores recursos a la educación gubernamental a todo nivel. Al respecto, se manifiesta que no existe esfuerzo por parte de los gobiernos para desestimular o interferir con sus planes de crear una bolsa, pero que si existen enormes malos entendidos y falta de conocimiento entre los representantes del gobierno. Es decir, dedicar una mayor parte del presupuesto a educar a los funcionarios de gobierno en otros países donde existan mercados de futuros que estén bien regulados.

Un tercer concepto, es el simplificar los procesos de revisión y aprobación de normas y los cambios de normas. En tal sentido, muchos habían obtenido procedimientos oficiales que les permitieron someter ciertas normas y acciones al regulador y si no se rechazaba o se solicitaba mayor información o aclaración dentro de un breve lapso, la norma , producto o acción solicitada, automáticamente se hacía efectiva.

Entre otros elementos estructurales, se consideró que la relación estructural básica entre la bolsa y la cámara de compensación era satisfactoria, pero quienes

³⁸ Ibid., p. 42 - 45

mas complacidos se mostraron fueron aquellos cuyas cámaras de compensación eran una división de la bolsa misma, contrariamente a constituir una entidad de propiedad separada y controlada por aparte ³⁹.

En resumen, se mencionan algunos sanos consejos para la comunidad de negocios de Colombia y los funcionarios de gobierno, al considerar la posible iniciación de una bolsa de futuros / opciones.

La mayoría de problemas mencionados eran auto-generados y tenían que ver principalmente con ineficiencias administrativas, deficiente control de costos y falta de independencia y diligencia en la aplicación de normas.

Sin embargo, el problema mas inquietante de muchos y que reviste gran importancia para los esfuerzos de Colombia, parecería ser el desarrollo y mantenimiento de la credibilidad de la bolsa y de la negociación de la misma. La credibilidad de una bolsa se construye sobre la reputación de quienes se conviertan en miembros de ella y de su cámara de compensación, de la estructura del capital de dicha cámara y del alcance e imparcialidad de las normas que la regulen.

Una vez en operación, para que esa credibilidad continúe depende casi del todo de la completa e imparcial aplicación de las normas para asegurar que la solidez financiera de las estructura se mantenga, que los términos y condiciones de los contratos se cumplan, de que el público esté protegido contra prácticas fraudulentas y de que las quejas que se formulen en contra de los miembros y de sus empleados sean atendidas de manera rápida e imparcial.

Al parecer, este último punto es tan obvio que sobra, pero la experiencia de otros países ha demostrado que la aplicación de las normas que no se hace de manera independiente e imparcial lesiona la credibilidad de la institución y de todos quienes con ella se relaciones.

Para que una bolsa establecida en Colombia goce de credibilidad es necesario tener en cuenta las siguientes consideraciones.

³⁹ Ibid , p. 45 - 47

- ☑ Establecer y mantener un continuo esfuerzo de investigación por parte de sus miembros para asegurar el cumplimiento de los requisitos financieros, las normas de la bolsa y las normas de supervisión aplicables.

- ☑ Contar con una vigilancia efectiva de los mercados de futuros / opciones y estar atentos a señales de congestión del mercado, distorsión o manipulación de precios.

- ☑ Ejercer una vigilancia efectiva a las prácticas de negociación de futuros y opciones.

- ☑ Investigar las supuestas o aparentes violaciones a las reglas, normas, resoluciones y notificaciones.

- ☑ Desarrollar procedimientos para el oportuno y efectivo seguimiento de acciones disciplinarias por violaciones.

En un segundo plano, se requiere establecer una base de personas para enfrentar el desafío del mercado, conocedores y bien entrenados en asuntos del gobierno con perspectiva apropiada en política pública, para emitir apreciaciones del papel que juegan los futuros / opciones y el mercado de derivados en el desarrollo de los mercados de capitales del mundo. De cualquier manera, los oficiales del gobierno colombiano, necesitarán apoyo sustancial y ayuda para entender el papel e importancia de un intercambio y el desarrollo de dichos productos en el mercado de capitales.

Muchos oficiales del gobierno Colombiano, sobre todo en el Ministerio de Hacienda, Banco de la República, Superintendencia de Sociedades y Superintendencia bancaria han tenido innumerables reuniones y discusiones con respecto a los problemas que rodean el desarrollo e intercambio de los futuros en Colombia.

Muchos de ellos han asistido a los seminarios en Colombia y fuera de Colombia, con respecto a los derivados. Sin embargo, la mayoría de ellos, junto con otros altos oficiales del gobierno necesitarán una considerable ayuda, educación y asistencia en traducir sus conocimientos hacia las pautas de la política pública.⁴⁰

⁴⁰ Ibi., p. 48 - 50

4.2.5 Impedimentos potenciales. Aún cuando existe un gran entusiasmo en Colombia en relación con la bolsa de futuros / opciones, hay varios aspectos específicos que podrían constituir importantes impedimentos para su desarrollo, entre los que se mencionan.

La falta de conocimiento y entendimiento de futuros y opciones, es quizás la mayor deficiencia de la que adolece Colombia, tanto como vehículo de negociación, como herramienta de manejo de riesgo, constituyéndose por ende en un serio impedimento para la iniciación y desarrollo de una bolsa.

Los corredores de bolsa han dedicado solo muy pequeños y algunas veces, ningún recurso de mercadeo. El mercadeo de estos productos a instituciones, bien como herramientas de manejo de riesgo o de inversión, ha de implicar un esfuerzo educativo sustancial por parte de los corredores, para lo cual deben mejorar los respectivos niveles de conocimiento de su gente y se requieren de políticas y procedimientos para manejar el proceso.

Es muy probable que el gasto mas grande y la inversión mas importante para el desarrollo de una bolsa Colombiana de futuros y opciones financieras, esté asociada con el entrenamiento y desarrollo de un grupo de negociantes y un grupo de corredores capaz de atenderlos. Así mismo, deberá darse entrenamiento especializado a los vendedores de equipos y de **software** y a las compañías de abogados y de contabilidad.

Un segundo problema es el de generación de liquidez, siendo el mayor impedimento en el mercado, por el temor a que una vez adentro no puedan salir fácilmente del mismo. Es decir, es el temor a no poder salir de un mercado, lo que genera la renuncia a ingresar en primer lugar.

Se considera que los mercados tienen éxito si los participantes y potenciales participantes consideran que el mercado es lo suficientemente líquido, para que tanto compradores como vendedores, siempre encuentren su contraparte.

Quienes han enfrentado en otros países estos problemas de liquidez en nuevos mercados, generalmente han dependido de la persuasión, amenazas, incentivos económicos y soberbios esfuerzos de organización entre potenciales negociadores para estimular un curso estable de subastas y ofertas.

Es de tener en cuenta, que ninguna acción , ni elemento de diseño asegurará la liquidez, por el contrario, la liquidez provendrá y se desarrollará como un resultado del complejo total de las circunstancias que rodeen la negociación. Por ello, los organizadores de las bolsa deben concentrarse en establecer una serie completa o entera de operaciones que como un todo favorezcan el crecimiento de liquidez. No obstante, al final la volatilidad de precios y exitosos programas de mercado, serán los mas importantes factores determinantes de liquidez⁴¹.

En cuanto a impuestos, es de mencionar que ante las continuas y cambiantes leyes que rigen en nuestro país en materia tributaria, se deben considerar los siguientes conceptos emitidos por Abogados ⁴².

El impuesto de timbre que se aplica a cualquier documento que registre o modifique cualquier obligación, es probable que así como se contemplan varias exenciones a este impuesto, las normas de la bolsa que regulen la negociación y los medios de documentación de los contratos de futuros y opciones, especialmente si se trata de operaciones de contado a través de una **Clearringhouse** , califiquen para una exención del impuesto de timbre y es menos probable que el mercado OTC califique para tal exención.

En cambio, el impuesto sobre la renta si ha de estar sujeto a dicho gravamen sobre las ganancias y pérdidas de la negociación de futuros y opciones en bolsa y en el mercado OTC.

Sobre la retención en la fuente, no es probable que las ganancias de la negociación de futuros y opciones, estén sujetas al requisito de retención por parte de la **Clearringhouse** o del corredor. En el caso del OTC no es probable que se cumplan las mismas condiciones y por esa razón los corredores han de estar sujetos al requisito de retención.

Finalmente, el Impuesto al valor agregado, IVA ha de ser gravado en algunos aspectos de las transacciones tanto en instrumentos negociados en bolsa como en instrumentos negociados en el mercado OTC, especialmente en transferencias asociadas con la negociación.⁴³

⁴¹ Ibid., p. 51 - 53

⁴² Ibid., p. 57

⁴³ Ibid., p. 57 - 58

En la aplicación contable, se considera la adopción de los estándares internacionales para la contabilidad de derivados, los cuales están cambiando continuamente. Es importante tener en cuenta como la Comisión de valores y Bolsas de los Estados Unidos exige que las compañías de propiedad pública valoren, reporten y divulguen a los inversionistas su actividad en derivados y la probabilidad de impacto que dicha actividad pueda tener en su desempeño financiero bajo diversas condiciones económicas.

Para que la bolsa de derivados tenga éxito en Colombia, es necesario que atraiga y estimule el desarrollo de una clase de especuladores profesionales y la única solución efectiva es la educación de funcionarios del estado a todo nivel, en cuanto a la valoración y beneficio de especulación, inculcándoles el concepto de que la especulación va unida a una exitosa política de fijación de precios en el mercado libre, que depende de la participación de diferentes grupos con diferentes opiniones acerca de los precios.

Las bolsas que se limitan solo a intereses de cobertura generalmente fracasan, o nunca llegan a alcanzar el nivel de éxito necesario para suministrar el máximo de su beneficio económico, porque generalmente las instituciones que quieren cubrirlo todo quieren colocar en la misma forma en el mercado al mismo tiempo y por ello, los comerciantes descubren que no tienen suficiente gente con quien negociar para alcanzar un mercado eficiente ⁴⁴.

Las facilidades de crédito bancario evidentemente pueden ser utilizadas para satisfacer las operaciones pero no se deben extender las líneas de crédito al corredor o a la **clearinghouse** para apoyar la negociación.

El área en la que el estado tiene una mayor responsabilidad para con el interés público es aquella de conceder la libertad de participación en los mercados, solo si se puede estar seguro de que los participantes estarán protegidos contra prácticas abusivas de ventas, publicidad fraudulenta y engañosa y malversación de sus fondos.

Lo anterior solo se puede lograr, si el gobierno impone o exige a la bolsa u organismo autorregulador (SRO) que imponga normas que exijan una total divulgación de toda la información relevante acerca de las transacciones.

⁴⁴ Ibid., p. 61 - 62

Para controlar la malversación de los fondos de los Clientes, es recomendable que se establezcan salvaguardas para el manejo de los fondos del cliente y que se fijen límites a la extensión de crédito, con propósitos de negociación ⁴⁵.

A medida que se ha extendido el conocimiento en la negociación de futuros y opciones, se ha llegado a la creación de administradores monetarios profesionales debidamente autorizados quienes manejan el dinero de otros a través de fondos o consorcios negociados de manera profesional.

Dichos consorcios han adquirido gran popularidad en otros países debido a que constituyen una forma efectiva de asegurar la actividad de negociación de futuros de muchos negociadores particulares. Con dicha práctica, se constituirá en un a fuente potencial de liquidez para contribuir a la iniciación de la bolsa de futuros, proporcionará una mejor protección para el público que puede ser susceptible a participar de manera especulativa y atraerá la inversión extranjera de negociación profesional de futuros ⁴⁶.

4.2.6 Mercado OTC como origen del mercado de derivados organizado. Los productos del mercado Colombiano de capitales son organizados, emitidos y transferidos en gran medida a través de entidades reguladas tales como las firmas comisionistas de bolsa, corredores con licencia y entidades financieras en general, entendiéndose como mercado cotizado al mercado de las bolsas de valores reguladas.

Sin embargo, se cuenta también con un creciente mercado OTC que abarca los instrumentos financieros que no son emitidos, cotizados o negociados de conformidad con las normas y reglamentación de una bolsa autorizada; constituyéndose sin duda, en el mercado que da inicio al potencial desarrollo de un mercado colombiano de futuros / opciones.

Luego de analizar las experiencias de los mercados internacionales, se puede concluir que el restringir la negociación pública a la bolsa y a sus corredores autorizados les ha de conferir un cierto poder de monopolio y por tanto, es mas aconsejable, permitir el mercado OTC para competir por el negocio, pero bajo una serie similar de reglas básicas y responsabilidades que protejan al público del

⁴⁵ Ibid., p. 63 - 64

⁴⁶ Ibid., p. 66 - 68

peligro, lo que ha de permitir un enfoque mas competitivo conllevando en el largo plazo un mayor beneficio para la economía⁴⁷.

Históricamente los mas creativos e innovadores productos financieros nuevos, han provenido del mercado OTC mas que del mercado tradicional de la bolsa. Es decir, los productos bajo dichas características han sido iniciados en el mercado OTC. La competencia entre el mercado OTC y el mercado de la bolsa por lo general es sana, obteniendo como resultado una economía mas vibrante y eficiente de lo que podría ser de otro modo, dado que precipita el desarrollo de los mercados de capitales del país y actúa como elemento auto-renovador⁴⁸.

Para terminar, es de citar lo incluido en la revista Dinero No. 189 de Septiembre 05 de 2.003, " si bien las empresas se están familiarizando con este tipo de instrumentos (Vale decir del mercado de derivados en subyacentes financieros) y han hecho operaciones, aún falta camino por recorrer. Hay una amplia brecha en la aplicación de los instrumentos entre el sector financiero y el sector real.

Mientras que en el sector financiero, la Superintendencia Bancaria ha introducido normas obligatorias (valoración a precios de mercado, VAR) para que las entidades conozcan, midan y gestionen mejor sus riesgos, en el sector real este proceso marcha mas lento.

El principal reto para utilizar derivados es identificar los riesgos a los que está expuesta la organización y determinar, de los riesgos gestionables, aquellos que desea mantener y aquellos que desea reducir con coberturas. Muchas empresas no conocen dónde están sus riesgos y toman decisiones con base en proyecciones muy débiles. Ven como parte de su negocio convivir con ciertas variables financieras y no tiene que ser así. Uno de los grandes errores que cometen es que creen que son capaces de predecir y los precios no son predecibles.

Además, en general se asocia la utilización de derivados con la especulación y muchos creen que al cubrirse con derivados se introduce un riesgo adicional. En realidad pasa lo contrario, una cobertura bien construida siempre reduce los riesgos.

⁴⁷ Ibid., p. 70 - 71

⁴⁸ Ibid., p. 72

Usualmente la decisión de no cubrirse pasa inadvertida ante las juntas directivas, mientras que si hace cobertura, esta es sujeta a un fuerte escrutinio. Por esto, las empresas que deseen utilizar técnicas de cobertura deben educar a sus Juntas acerca de los riesgos a los que están expuestas cuando no se cubren, e involucrarlas en la gestión del riesgo.

En un momento en que la tasa de cambio y la tasa de interés llevan más de un semestre en niveles relativamente estables y se discute la posibilidad de un repunte en estas variables, a las empresas les convendría aprender más sobre las posibilidades que ofrecen los instrumentos de cubrimiento de riesgo, para que su rentabilidad y competitividad dejen de depender tanto de lo que pasa con el dólar y las tasas de interés⁴⁹

De esta forma se deja en evidencia las reales posibilidades para el desarrollo del mercado de derivados en Colombia, así como las cualidades y características básicas que se deben considerar para su más efectiva implementación; teniendo en cuenta finalmente la limitación de la información siempre actualizada, incluyendo la disponible al momento de efectuar cada uno de los capítulos del proyecto.

4.3 EVOLUCION DE LAS ACTIVIDADES REALIZADAS Y MODELO DE BOLSAS DE FUTUROS & OPCIONES PROPUESTA PARA COLOMBIA.

A través del programa BID para el fortalecimiento del mercado de capitales en Colombia, y mediante presentación preparada por la Bolsa de Valores de Colombia con destino a la Superintendencia de valores, se presenta a continuación un resumen de las gestiones efectuadas en el marco de su implementación, así como los modelos de Bolsas de futuros aplicables en países como México, España y Brasil para su réplica y operatividad en Colombia.

4.3.1 Recuento histórico para el fortalecimiento del mercado de capitales. En Enero 29 de 1997 se presenta la propuesta del Mercado Español de Futuros Financieros MEFF sobre actuaciones y evaluación económica para la constitución de un mercado organizado en Colombia, incluyendo los siguientes aspectos de análisis y evaluación

- Análisis de conveniencia y necesidad
- Análisis de diseño de productos derivados

⁴⁹ Cobertura con futuro., Op. cit., p .67 c. 1 a 3

- Normativa legal, reglamento, contratos fiscalidad y contabilidad
- Constitución de la cámara, cálculo de garantías, gestión y control
- Alternativas de software de negociación y compensación
- Formación a reguladores, operadores y áreas de riesgo

En Julio de 1997 se realiza el estudio de factibilidad del mercado de futuros en Colombia, basado en los siguientes parámetros

- Estimación del mercado
- Tarifas de servicio de la bolsa y de la cámara de compensación
- Estructura de la bolsa y costos de operación
- Estructura de la cámara de compensación
- Análisis de Factibilidad financiera
- Evaluación del proyecto desde el punto de vista de un miembro
- Financiación

En Septiembre 1, 2 y 3 de 1997, se realiza la visita al mercado español de futuros financieros, como primera aproximación para su asesoría directa en el caso Colombiano, conociendo su operatividad y manejo en aspectos tales como:

- Cifras del mercado Español
- Visita de Campo
- Otros controles de riesgo
- Cámara de Compensación – Integridad Financiera
- Aspectos operativos
- Sistemas de Garantía
- Miembros
- Información Financiera
- Supervisión a los miembros
- Otras contribuciones
- Recursos Financieros en caso de incumplimiento

En Septiembre 4 y 5, 1997: visita a la bolsa de futuros de París (MATIFF – Mercado a término Internacional de Francia)

- Estructura y ordenamiento de la Bolsa de Futuros y Cámara de compensación
- Sistemas de Garantías
- Miembros del mercado
- Régimen general de garantías

En 1998 se da aprobación del reglamento y sistemas para operaciones a plazo de cumplimiento financiero, incluyendo:

- Reglamento general
- Neteo de posiciones
- Garantías básicas y de ajuste
- Contratos DTF y TRM
- Límites operativos diarios y control de posiciones
- Máximas variaciones del mercado

En Mayo de 1999 se hace la presentación al consejo directivo de la Supervalores, del estudio de prefactibilidad para establecimiento de bolsa de futuros y cámara de compensación

- Por qué una bolsa de futuros para Colombia?
- Presupuesto básico para una bolsa de futuros
- Análisis de una bolsa de futuros financieros exclusiva o financieros y commodities
 - Estructura del mercado de futuros
 - Accionistas
 - Miembros compensadores
 - Miembros negociadores
 - Miembros afiliados
 - Cámara de Compensación
 - Desarrollo del proyecto
 - Análisis de pre-factibilidad
 - Tarifas
 - Inversiones
 - Proyección del mercado
 - Gastos de operación
 - Estructura y capital de la cámara de compensación

Entre Junio de 2001 y Agosto de 2002, se realizó la gestión, definición de términos y condiciones y firma del convenio con el banco interamericano de desarrollo

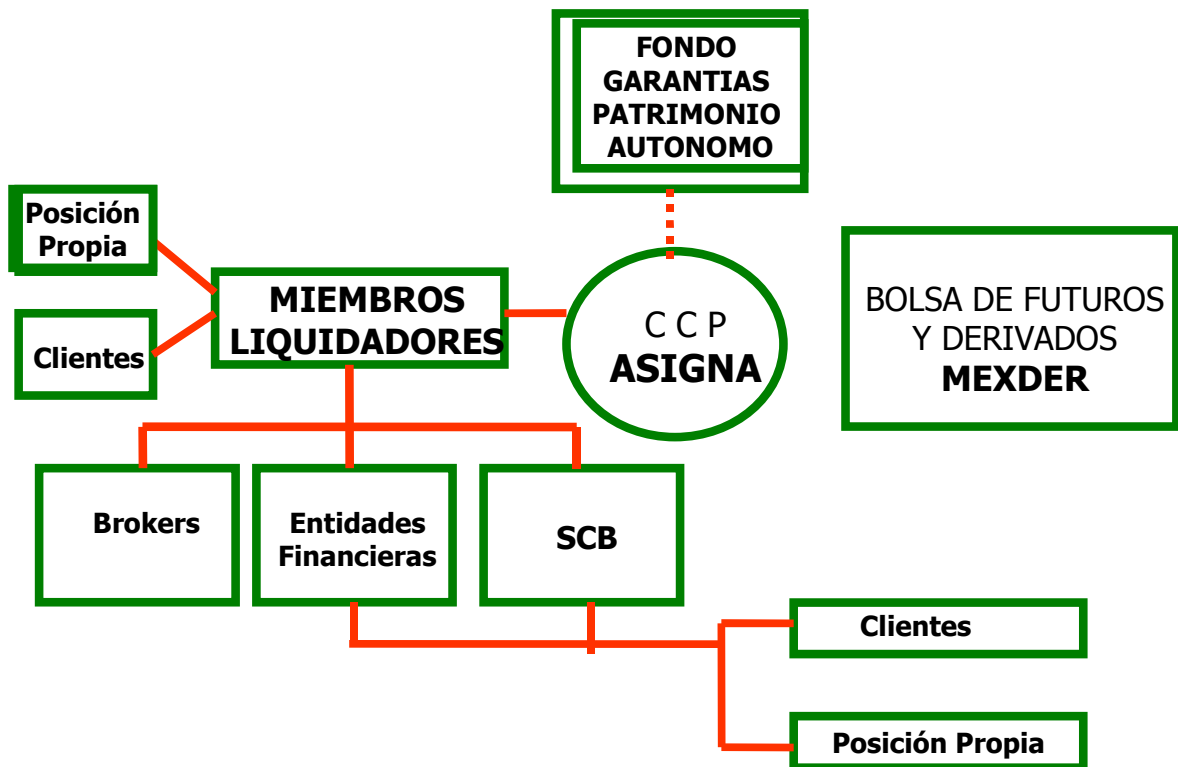
- Presentación de proyectos al BID
- Justificaciones de los proyectos
- Valor de la inversión
- Cronogramas

- No objeción y apoyo de Planeación Nacional
- Firma del convenio
- Primer desembolso

Todo lo anterior, permite dilucidar el importante avance que se ha logrado para la implementación del mercado de futuros en Colombia, sobre lo cual la propia Bolsa de Valores de Colombia en asocio con la Superintendencia de Valores, son los entes oficiales encargados de adelantar dichos trámites, con el auspicio del BID dentro del programa de fortalecimiento del mercado de capitales en Colombia.

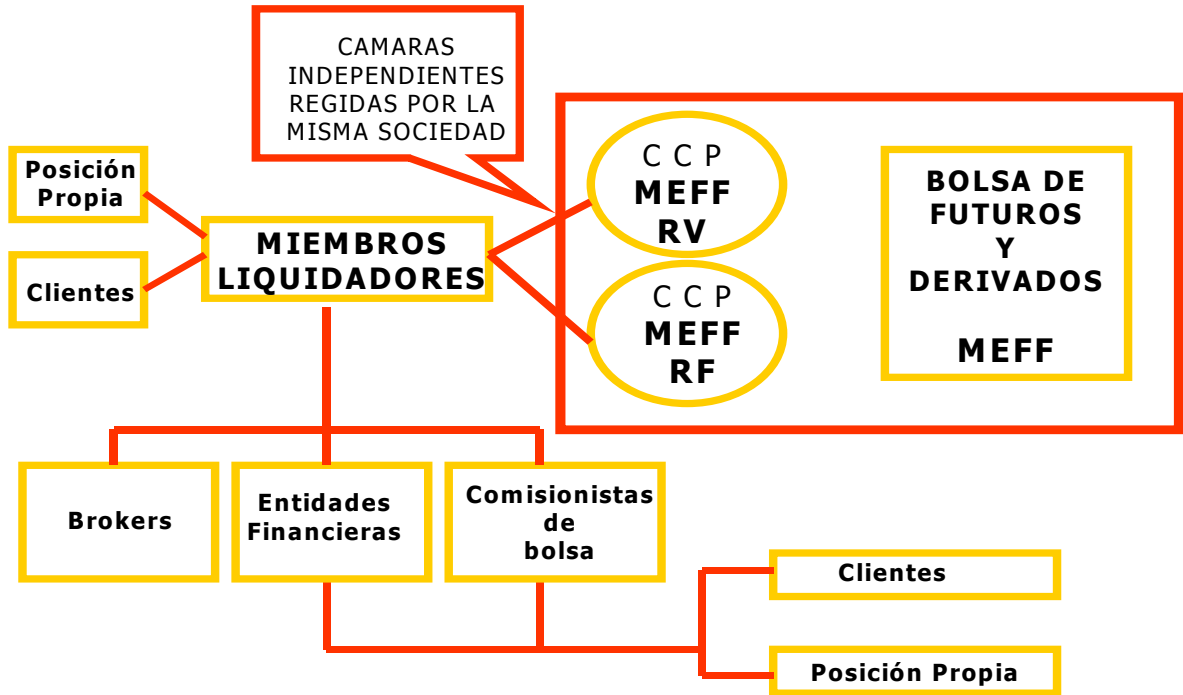
4.3.2 Modelos de Bolsas de futuros y derivados a nivel internacional. De manera gráfica se registran los modelos de México, Brasil y España, para su aplicación en Colombia

Figura 2. Modelo Mexicano



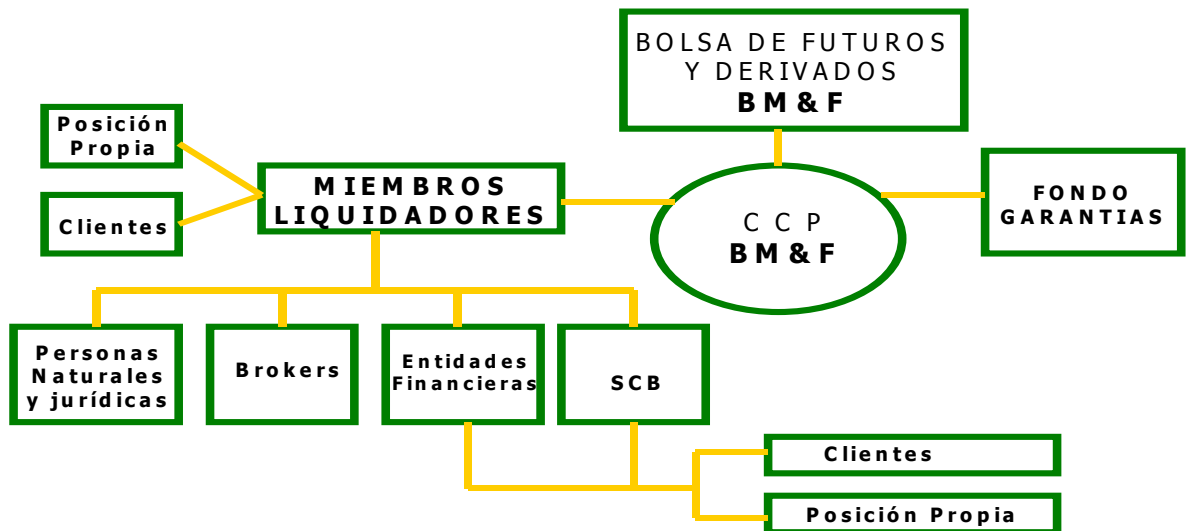
CCP : Cámara de compensación SCB: Sociedades Comisionistas de Bolsa
Fuente: BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Figura 3. Modelo Español



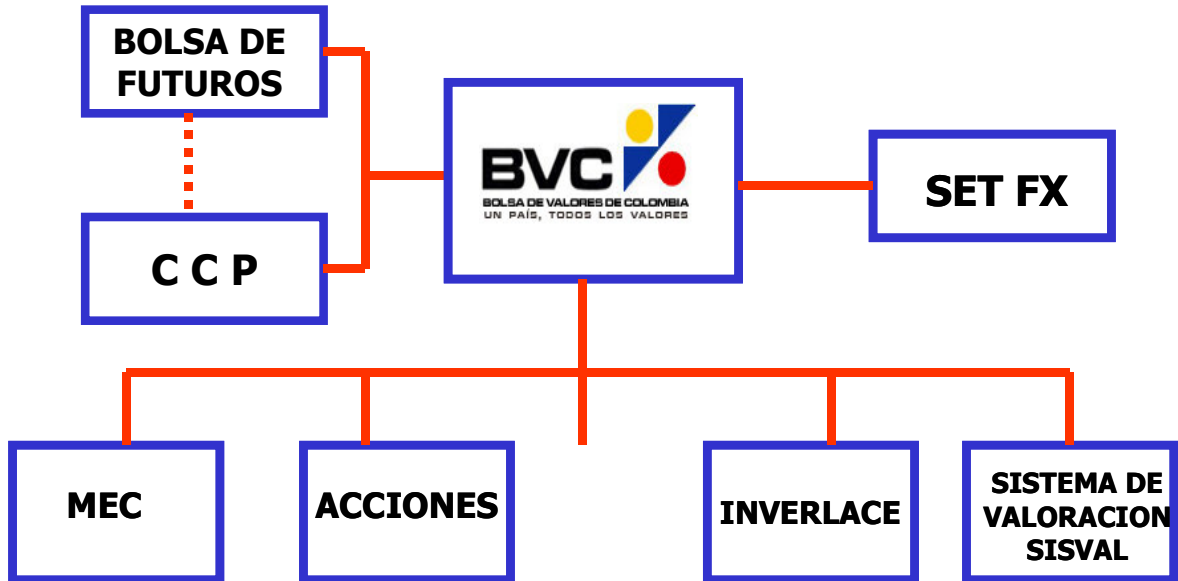
CCP : Cámara de compensación SCB: Sociedades Comisionistas de Bolsa
 RV: Renta variable RF: renta fija
 FUENTE: BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Figura 4. Modelo Brasileño



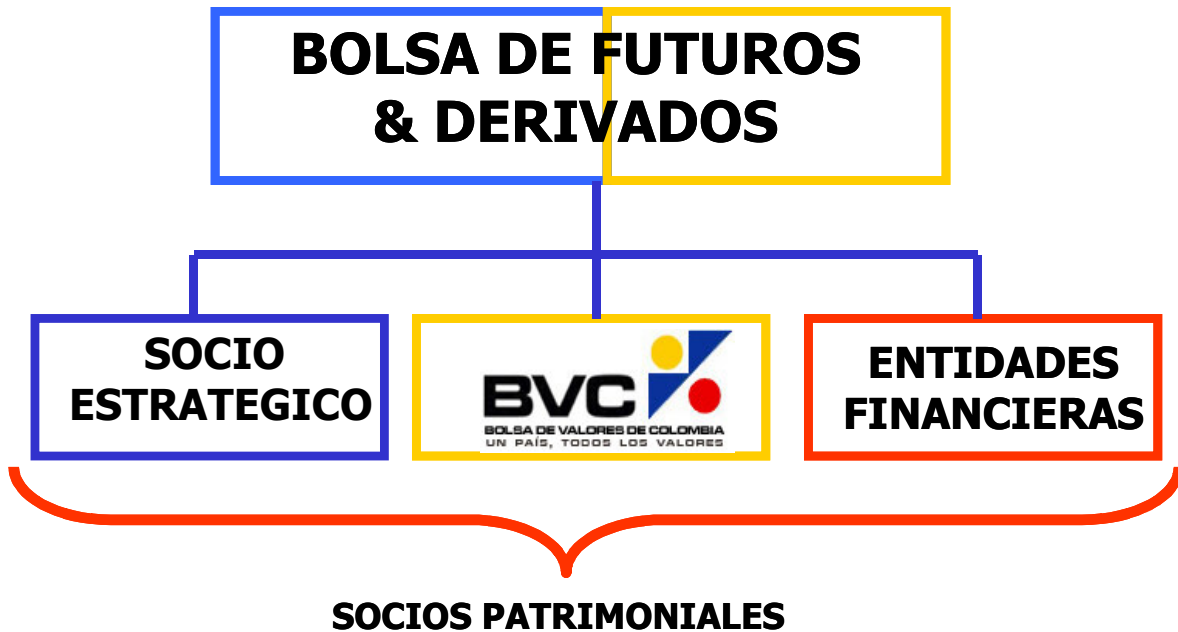
CCP : Cámara de compensación SCB: Sociedades Comisionistas de Bolsa
 FUENTE : BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Figura 5 . Propuesta Bolsa Futuros & Derivados Para Colombia



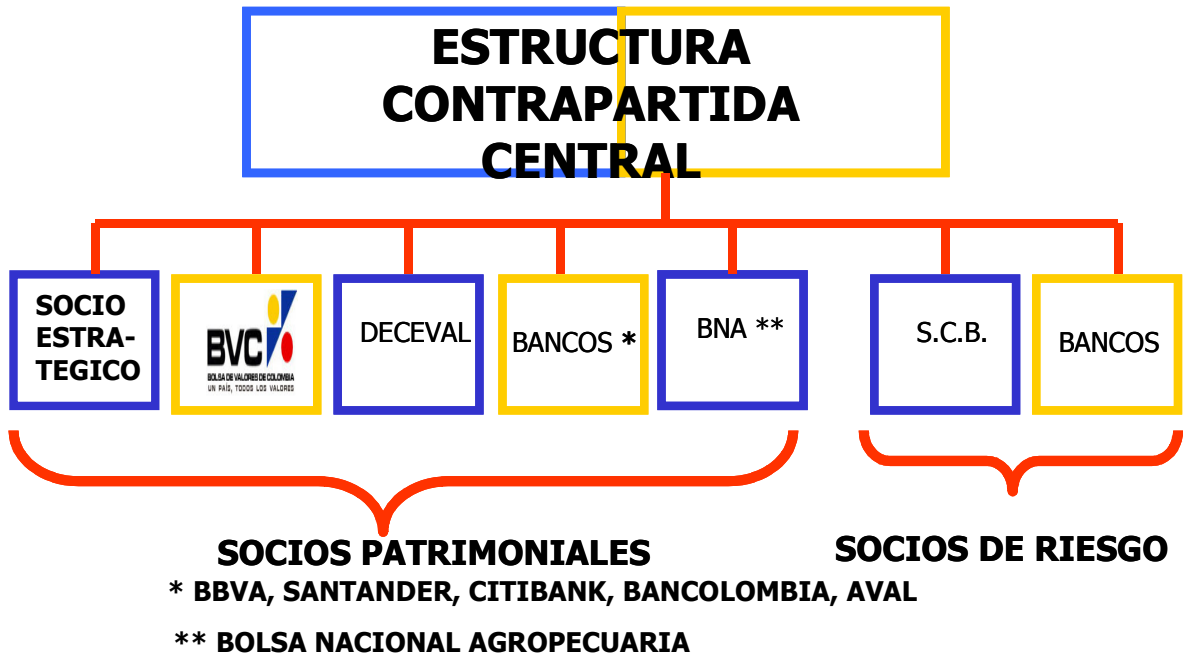
FUENTE: BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Figura 6. Propuesta socios patrimoniales de la Bolsa De Futuros & Derivados para Colombia



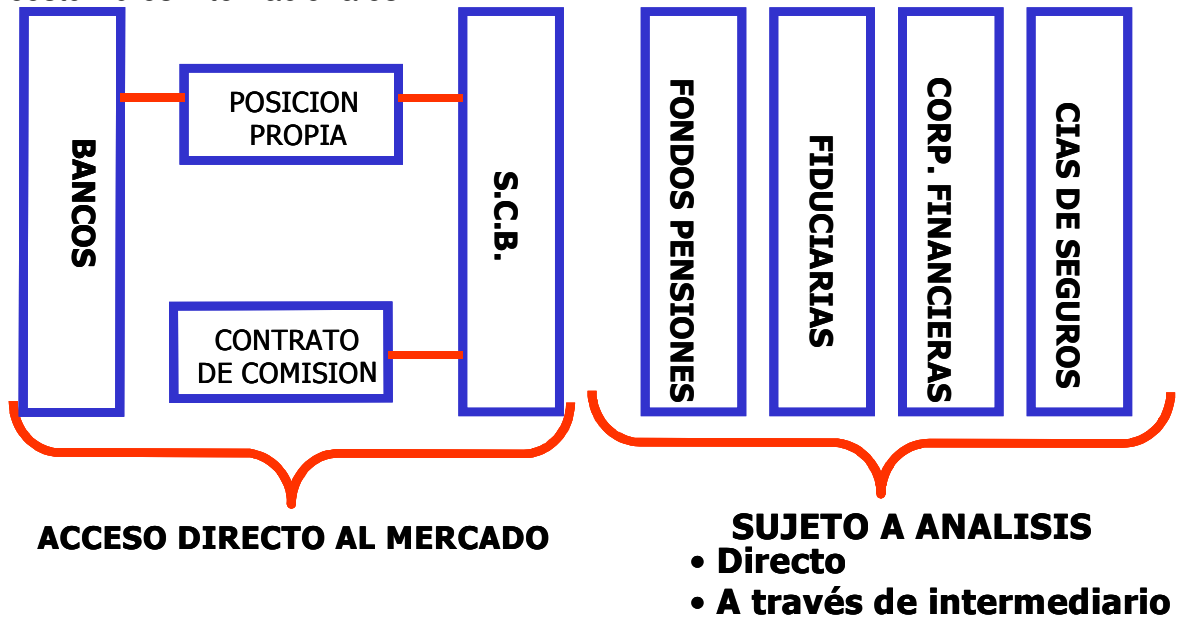
FUENTE: BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Figura 7. Estructura de contrapartida central de la Bolsa De Futuros & Derivados en Colombia



FUENTE: BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Figura 8. Actores del sistema transaccional de la bolsa de futuros según costumbres internacionales



S.C.B: Sociedades Comisionistas de Bolsa
 FUENTE : BVC – Bolsa de Valores de Colombia

En resumen el estudio comparativo de los países registrados es el siguiente:

Tabla 2. Resumen de las experiencias y operatividad de las Bolsas de Futuros & derivados en Brasil. España y México

	BRASIL	ESPAÑA	MEXICO
EXPERIENCIA	En la BM&F transan instrumentos financieros y commodities. Tienen clearing de futuros, contado y divisas. Aún utilizan sistemas de pregón de viva voz, es decir no es un mercado totalmente electrónico	MEFF transa instrumentos financieros. Tienen clearing de futuros, recién lanzados clearing de repos y simultáneas, así como operaciones de contado.	MexDer transa contratos de futuros financieros. Existe otra entidad en México constituida por Indeval que realiza clearing de acciones. El clearing de futuros es hecho a través de Asigna, entidad constituida como Fideicomiso.
ANTIGÜEDAD	Bolsa de futuros inicia actividades en 1986. Las cámaras de compensación se han ido desarrollando hasta establecer la de divisas en el 2000	El mercado de futuros en España fue creado en Noviembre de 1989	MexDer fue fundada en 1998
NOVACION	Las normas brasileras contemplan de manera expresa la novación de obligaciones	Por el esquema de funcionamiento que utilizan, no se hace necesario contemplar la novación de obligaciones	Las leyes Mexicanas no contemplan la novación. Las leyes Mexicana contemplan normas para la operación de la bolsa de futuros.
UNIDAD DE FUNCIONAMIENTO	NO hay unidad de funcionamiento. Entidades independientes que compiten entre sí. NO existe una Sociedad que maneje la prestación integral de los servicios.	Hay unidad de funcionamiento. Tienen una sociedad holding que controla las bolsas y las contrapartidas centrales y por consiguientes, la prestación integral de los servicios.	No hay unidad de funcionamiento entre MexDer & Asigna y la nueva entidad para compensar acciones.
FONDO DE GARANTIAS	Tienen un fondo de garantías en donde se contemplan la mutualización de las pérdidas	El fondo de garantías no contempla la figura de mutualización de las pérdidas.	Tienen un fondo de garantías donde se contempla la mutualización de las pérdidas
SEMEJANZA REGULATORIA	Regulación diferente a la Colombiana	Las normas Españolas tienen buena cercanía a las Colombianas, debido a sus orígenes normativos	Las normas Mexicanas se asemejan a las Colombianas, salvo por las regulaciones en materia de fideicomisos, las cuales son mas avanzadas en México
EXPERIENCIA EN EXPORTAR MODELO	No han exportado tecnología. Recibieron tecnología de España por Bovespa	España ha exportado su modelo a otros países de Europa, América del Sur y América Central	México no ha exportado su modelo y tecnología a otros países.

Fuente: BVC – Bolsa de Valores de Colombia

Mediante la tabla anterior, se registra de manera resumida la importancia de las experiencias internacionales, sobre las cuales se ha de acoger y reglamentar a nivel nacional, los aspectos prioritarios y de mayor aplicabilidad; teniendo en cuenta las características previamente analizadas en el ítem 4.2 para cada uno de los aspectos de regulación e intervención estatal, aspectos de mercadeo, impedimentos potenciales y el mercado OTC como el origen del mercado organizado de Futuros / Opciones & Derivados de cobertura de riesgo financiero que ha de operar en Colombia.

No obstante que se trata de ensayos, propuestas y modelos de aplicación en el mercado público de valores, se vislumbran adelantos muy importantes, los cuales han de marcar la pauta para el necesario y real desarrollo del mercado de futuros & derivados en Colombia.

5. CONCLUSIONES

Contar con un mercado de derivados es vital para el desarrollo del mercado de capitales en cualquier sistema, al que no es ajeno Colombia que aún con un muy incipiente desarrollo en el mercado no intermediado, comúnmente conocido como el mercado público de valores; registra un importante avance en la gestión y manejo de riesgo financiero, a través de instrumentos que permiten su cobertura.

El sustancial incremento demostrado por las OPCF sobre tasas de cambio a través de Bolsa de valores, se constituyen sin duda en los instrumentos de cobertura de riesgo con mayor aceptación en el mercado nacional y sobre los cuales se ha de marcar la pauta para un organizado mercado de futuros / opciones en nuestro país.

Dentro de los instrumentos derivados se destacan por su aceptación y operatividad a nivel internacional, los futuros, opciones, **forward y swaps**, en tanto que a nivel nacional, dichas operaciones **swaps** al igual que la operaciones carrusel, han venido siendo abandonadas o dejadas de lado, por la misma valoración y control de dichos instrumentos acorde con su verdadera situación en el mercado, con la gran desventaja de tener que registrar pérdidas basadas en los resultados diferidos del pasado.

En cuanto a la legislación existente en Colombia para las operaciones del mercado de derivados en subyacentes financieros, es de mencionar que su normatividad en el sector financiero cuenta con una regulación mas completa, que en el sector real, en donde se requiere mayor incentivo para propender por una mas favorable evolución y participación en las operaciones de cobertura de riesgo, a fin de establecer las condiciones de operatividad que garanticen o por lo menos brinden la confianza a través de una reglamentación existente.

La evolución internacional del mercado de derivados financieros demuestra los siguientes resultados básicos: Los contratos **swaps** sobre tasas de interés, representan en promedio el 55,9% del total de contratos efectuados hasta Diciembre de 2.002, le siguen en importancia las opciones también sobre tasas de interés con el 9,7% de participación y los **forwards** completos sobre tasas de cambio con el 7,6%.

De cualquier forma, son los subyacentes sobre tasas de interés, los contratos de mayor volumen y valor de negociación en el mercado internacional, equivalentes en conjunto y bajo sus diferentes modalidades al 71,7% del valor total de transacciones en el mercado internacional, en segunda instancia se ubican los subyacentes sobre tasas de cambio con el 13,1% y finalmente los contratos sobre acciones con el 1,6% restante, aparte de otros no identificados con el 12,9% de participación.

A su turno el intercambio comercial de futuros a nivel internacional, registra de manera similar una participación del 96,1% en tasas de interés, el 3,3% en índices bursátiles y el restante 0,6% en monedas; según el último registro disponible a Marzo de 2.003. A esa misma fecha, y para iguales operaciones, el mercado norteamericano representa el 56,6% del total negociado, Europa con el 33,3%, Asia y Pacífico con el 9,0% y un escaso 1,1% para otros mercados incluyendo obviamente el mercado Latinoamericano con lo que se refleja la muy pobre participación y representación en el ámbito mundial.

En cuanto al mercado internacional de opciones, se registrar un comportamiento muy similar al de futuros, es decir, una participación mayoritaria en contratos sobre tasas de interés y la hegemonía del mercado norteamericano.

De manera conjunta, los futuros son los de mayor valor en transacción, sin embargo, las opciones registran un repunte cada vez mayor permitiendo ganar participación; cuyo resultado acumulado desde 1.986 hasta Marzo de 2.003 (Última cifra disponible) demuestra que los contratos a futuros representan el 53,1% y el restante 46,9% corresponde a las opciones negociadas en dicho período.

De manera totalmente contraria y con valores de negociación muy inferiores a los de los principales mercados internacionales, en Colombia se realizan básicamente negociaciones sobre tasas de cambio como el principal subyacente financiero utilizado, dada precisamente las necesidades de los empresarios y del sector financiero en dichos instrumentos de cobertura de riesgo, sobre los que predomina la mayor volatilidad.

Respecto de las formas de negociación, en Colombia se basa en operaciones **forwards** y operaciones a plazo de cumplimiento financiero – OPCF, como las dos modalidades de mayor práctica a nivel nacional.

Las operaciones **forwards** sobre tasas de cambio presentaron en el año 2.002 un crecimiento del 31,3% respecto del valor negociado en el año 2.001 y a Mayo de 2.003 registra un crecimiento del 27,6% sobre igual período del año 2.002, con lo que se refleja la favorable evolución y utilización de dichos instrumentos de cobertura de riesgo financiero.

Las OPCF están siendo aplicadas solo por 12 Sociedades comisionistas de bolsa de valores, destacándose a la Compañía Profesionales de Bolsa S.A. como la líder en dichas transacciones, con el 40,9% del valor total transado en el período de Octubre de 2.000 a Mayo de 2.003, de manera inmediata se sitúan Interbolsa S.A con el 25,5% y Correval S.A. con el 13,5%; acumulando entre las tres principales el 79,9% del mercado nacional.

Entre las principales características a tener en cuenta para la operatividad el mercado de Futuros & derivados en Colombia, es de considerar que se ha de competir mas en la calidad y alcance de los servicios que ofrecen y no tanto en el acceso al mercado en el que participan, es decir no solo considerar los factores económicos que hacen prever el cubrir un riesgo existente, sino en la ejecución de un plan estratégico para la negociación de dicha bolsa de futuros.

La reglamentación a implementar es fundamental, en el sentido de buscar la forma de obtener compromisos legalmente obligatorios de quienes deciden participar en dicho mercado. De igual forma buscar la regulación en cuanto a la capitalización necesaria, de tal forma que si son demasiado altos se convierten en una barrera y si por el contrario son demasiado bajos, amenazan la solidez de la estructura financiera de los entes participantes.

La labor de mercadeo ha de estar direccionada en una promoción mas dirigida y no tan abierta, costosa y hasta infructuosa, destinando mas recursos a la capacitación mediante seminarios en pequeños grupos con necesidades y temas específicos.

Finalmente el mas importante aspecto de la credibilidad de las operaciones en la bolsa de futuros & derivados, mediante una vigilancia continua, efectiva y oportuna que garantice el seguimiento de acciones disciplinarias por violaciones que puedan ocurrir.

La generación de liquidez ha de continuar siendo el mayor impedimento en el mercado, y solo se ha de tener el éxito si los participantes activos y potenciales,

consideran que el mercado es lo suficientemente líquido para que tanto compradores como vendedores siempre encuentren su contraparte.

El mercado OTC ha de ser permitido para competir por el negocio bajo unas reglas básicas y responsabilidades que protejan a sus participantes, acogiendo la experiencia que los mas creativos e innovadores productos financieros han provenido del mercado OTC mas que del mercado tradicional de la Bolsa.

BIBLIOGRAFÍA

ARBELAEZ, María Angélica; ZULUAGA, Sandra y GUERRA, María Lucía. El mercado de capitales Colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de Bolsa. Santafé de Bogotá: Alfa-omega grupo editor S.A. 2002. 161 p.

ASOCIACIÓN BANCARIA DE COLOMBIA. Mercado de Derivados: III Congreso Nacional de Tesorería. Santafé de Bogotá: ASOBANCARIA. 1998. 345 p.

_____ Congreso de riesgo financiero. Julio 31 de 2003,
<http://www.asobancaria.com>

ASOCIACIÓN BANCARIA Y DE ENTIDADES FINANCIERAS DE COLOMBIA. Administración del riesgo en la alta dirección: IV Congreso de administración del riesgo. Santafé de Bogotá: ASOBANCARIA. 1998. 224 p.

Bank for international settlements, <http://www.bis.org/statistics/derstats>

Banco de la República – Subgerencia monetaria y de reservas, <http://www.banrepublica.gov.co>

Bolsa de valores de Colombia, <http://www.bvc.com.co>

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA. Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Santafé de Bogotá: s.n. 1996. 172 p.

Consultores en calidad total, http://www.quality-consultant.com/gerentica/gerentica_002.htm

DIAZ Carmen. Futuros y opciones sobre futuros financieros. México: Prentice Hall Hispanoamericana S.A., 1998. 187 p.

DINERO / Publicaciones Dinero Ltda. No. 179 (Abril 11 / 2.003); p. 80 – 82; No. 189 (Sept. 05 / 2.003); p. 64 – 67. Santafé de Bogotá: Dinero, 2.003. Quincenal. ISSN 01 22 – 1531

GRINBLATT Mark y TITMAN Sheridan. Mercados financieros y estrategia empresarial. 2ª. ed. Madrid : McGraw Hill, 2.003. 709 p. ISBN 84 – 481 – 3816 - 3

MENDEZ ALVAREZ, Carlos Eduardo. Metodología. 2ª. ed. Santafé de Bogotá: McGraw Hill, 2000. 170 p.

Mercado de futuros, <http://www.futuros.com>

POWERS, Mark J. El mercado de derivados en Colombia. Santafé de Bogotá : Fundación para la educación superior y el desarrollo – FEDESARROLLO, 1996. 117 p.

PUIG Xavier y VILADOT Jordi. Comprender los mercados de futuros. 2da. ed. Barcelona: Ediciones Gestión 2000, S.A., 2001. 146 p.

Superintendencia bancaria de Colombia, <http://superbancaria.gov.co>

Superintendencia de valores de Colombia, <http://supervalores.gov.co>

THE REUTERS FINANCIAL TRAINING SERIES. Curso sobre derivados. Barcelona: Ediciones Gestión 2000 S.A., 2001. 212 p.