

**ASPECTOS CONTRACTUALES DE LA NEGOCIACIÓN CON DERIVADOS
FINANCIEROS EN COLOMBIA**

**WILLIAN FERNANDO GARZÓN RUIZ
HENRRY ALBERTO RIVEROS RODRÍGUEZ**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE CIENCIAS HUMANAS
ESCUELA DE DERECHO Y CIENCIAS POLÍTICAS
BUCARAMANGA**

2012

**ASPECTOS CONTRACTUALES DE LA NEGOCIACIÓN CON DERIVADOS
FINANCIEROS EN COLOMBIA.**

**WILLIAN FERNANDO GARZON RUIZ
HENRRY ALBERTO RIVEROS RODRÍGUEZ**

Monografía para optar por el título de abogado

**DIRECTOR
CESAR AUGUSTO QUIJANO QUIROGA
ABOGADO**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE CIENCIAS HUMANAS
ESCUELA DE DERECHO Y CIENCIAS POLÍTICAS
BUCARAMANGA**

2012

“Si tuviera que asaltar el banco más protegido de América, en mi banda sólo habría poetas. El atraco concluiría, probablemente de manera desastrosa, pero sería hermoso”.

Roberto Bolaño
(“Entre paréntesis” / Anagrama)

“Me gustaría regalar y repartir hasta que los sabios entre los hombres hayan vuelto a regocijarse con su locura, y los pobres, con su riqueza. Para ello tengo que bajar a la profundidad: como haces tú al atardecer, cuando traspones el mar llevando luz incluso al submundo, ¡astro inmensamente rico!”

Nietzsche
(Así habló Zaratustra)

AGRADECIMIENTOS

*Y especialmente,
gratitud debo a mis padres y a todos mis maestros.*

Willian F.

*Agradezco profundamente a mis padres por su apoyo y confianza,
a mi esposa y a mi hijo por su colaboración incondicional.*

Henry A.

*Expresamos nuestro personal agradecer a los doctores
Cesar Augusto Quijano Quiroga y Javier Alejandro Acevedo Guerrero
por hacer posible este proyecto.*

Los autores.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN	18
1. ACÁPITES SOBRE EL SISTEMA, LOS MERCADOS Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS	
1.1 El sistema financiero. Origen y fundamentos.....	23
1.2 Los mercados financieros. Fuente y clasificación.....	27
1.2.1 Según la fase de negociación del activo.....	28
1.2.1.1 Mercado gris.....	29
1.2.1.2 Mercado primario.....	29
1.2.1.3 Mercado secundario.....	29
1.2.2 Según las características de sus activos.....	30
1.2.2.1 Mercados monetarios.....	30
1.2.2.2 Mercados de capitales.....	33
1.2.2.2.1 Mercado de valores.....	34
1.2.3 Según su estructura.....	40
1.2.3.1 Mercados organizados.....	40
1.2.3.2 Mercados <i>Over The Counter</i> (OTC).....	42
1.3 Los Instrumentos financieros.....	43

2. EL RIESGO

2.1 Teoría.....	48
2.2 Variedades.....	52
2.2.1 Riesgo de mercado.....	53
2.2.1.1 Riesgo de tasa de interés.....	54
2.2.1.2 Riesgo de tasa de cambio.....	54
2.2.1.3 Riesgo de inflación.....	55
2.2.1.4 Riesgo de precio de otros activos.....	55
2.2.2 Riesgo de crédito.....	55
2.2.2.1 Riesgo de incumplimiento.....	55
2.2.2.2 Riesgo de prima de crédito.....	56
2.2.3 Riesgo de liquidez.....	56
2.2.4 Riesgo operacional.....	57
2.2.4.1 Riesgo jurídico.....	58
2.2.5 Riesgo país.....	58
2.2.6 Riesgo de corrupción.....	59
2.2.7 Riesgo catastrófico.....	60
2.2.8 Riesgo ambiental.....	61
2.2.9 Riesgo reputacional.....	61
2.2.10 Riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo.....	61
2.3 Mercado de cobertura.....	62

3. DERIVADOS FINANCIEROS

3.1. Historia.....	66
3.2 ¿Qué es un derivado financiero?	70
3.2.1 Son contratos.	72
3.2.2 Consensuales.....	73
3.2.3 Bilaterales.....	74
3.2.4 Onerosos.....	75
3.2.5 De ejecución en fecha futura.....	75
3.2.6 Derivan de un subyacente.....	78
3.2.7 El intercambio del subyacente es opcional.....	78
3.2.8 ¿Son atípicos?	79
3.2.9 ¿Son valores?	80
3.2.10 ¿Son seguros?	81
3.3 Aspectos según la estructura del mercado.....	84
3.3.1 Partícipes.	84
3.3.2 Regulación.	85
3.3.3 Nivel de estandarización.	86
3.3.4 Localización del mercado.....	86
3.3.5 Activos subyacentes actualmente autorizados u ofrecidos.	87
3.3.6 Mitigantes de riesgo.	88
3.4 Otras funciones económicas.....	89
3.4.1 Especulación.....	90
3.4.2 Arbitraje.....	91

4. INSTRUMENTOS DERIVADOS EN PARTICULAR

4.1 Derivados básicos.....	94
4.1.1 Forwards.	95
4.1.2 Futuros financieros.....	97
4.1.3 Opciones.	100
4.3.1 Historia y clasificación.....	102
4.3.2 Opciones <i>Call</i> y <i>Put</i>	104
4.3.2.1 <i>Call option</i>	105
4.3.2.2 <i>Put option</i>	107
4.3.2 Opciones Americanas, Europeas y Bermudas.	110
4.1.4 <i>Swaps</i>	111
4.1.4.1 Orígenes.	113
4.1.4.2 Estructura.	117
4.1.4.3 <i>Swap</i> de tasas de interés.....	120
4.1.4.4 <i>Swap</i> de divisas.....	124
4.2 Algunos derivados exóticos.	125
4.2.1 <i>Forward Rate Agreements</i> (FRAS).....	125
4.2.2 <i>Caps</i> , <i>Floors</i> y <i>Collars</i>	126
4.2.3 <i>Swaptions</i>	127
4.2.4 Opciones exóticas.	128
4.2.4.1 <i>Path-dependent options</i>	129
4.2.4.1.1 <i>Asian / Average option</i>	129
4.2.4.1.1.1 <i>Average price option</i>	130
4.2.4.1.1.2 <i>Average strike option</i>	130
4.2.4.1.2 <i>Extremum dependent options</i>	130

4.2.4.1.2.1	<i>Barrier options</i>	131
4.2.4.1.2.2	<i>Lookback options</i>	133
4.2.4.1.3	Opciones con forma de escalera	134
4.2.4.1.3.1	<i>Ladder option</i>	134
4.2.4.1.3.2	<i>Shout option</i>	135
4.2.4.1.3.3	<i>Cliquet option</i>	136
4.2.4.1.4	<i>Bermuda option</i>	136
4.2.4.1.5	<i>Chooser option</i>	136
4.2.4.2	<i>Compound options</i>	137
4.2.4.3	<i>Leveraged options</i>	138
4.2.4.4	Opciones con pago singular	138
4.2.4.4.1	<i>Digital / Binary options</i>	138
4.2.4.4.1.1	<i>Cash or nothing option</i>	139
4.2.4.4.1.2	<i>Asset or nothing option</i>	139
4.2.4.4.1.3	<i>One touch option</i>	140
4.2.4.4.1.4	<i>No touch option</i>	140
4.2.4.4.1.5	<i>Double–one touch option</i>	140
4.2.4.4.1.6	<i>Double–no touch option</i>	141
4.2.4.4.2	<i>Pay later option</i>	141
4.2.4.4	<i>Rainbow options</i>	141
4.2.4.4.1	<i>Exchange options</i>	142
4.2.4.4.2	Opciones que entregan “el mejor de los dos”, “el peor de los dos” o “el mejor de los dos activos o dinero”	142
4.2.4.4.3	<i>Dual–strike options</i>	143
4.2.4.4.4	<i>Basket options</i>	143
4.2.4.4.4	<i>Quanto options</i>	143

5. ASPECTOS CONTRACTUALES

5.1	Sistema de negociación de derivados en la Bolsa de Valores de Colombia.	145
5.1.1	Derivados estandarizados. Normalización y oferta.	145
5.1.2	Naturaleza de los contratos e instrumentos ofertados.	151
5.1.3	Celebración y registro de operaciones en el sistema.	161
5.1.3.1	Órdenes.	164
5.1.3.1.1	Según su naturaleza.	165
5.1.3.1.2	Según las condiciones de ejecución de la orden.	165
5.1.3.1.3	Según su duración.	166
5.1.3.1.4	Según sus características especiales.	167
5.1.4	Conclusiones parciales y otras cuestiones.	169
5.1.4.1	Mecanismos para la resolución de conflictos.	169
5.1.4.2	Extensión del principio de finalidad y de protección de garantías.	170
5.1.4.3	Compensación y liquidación de las operaciones.	173
5.2	Marco jurídico de la negociación en mercados OTC.	173
5.2.1	Historia.	175
5.2.2	El trabajo de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados.	176
5.2.3	ISDA MASTER AGREEMENTS.	177
5.2.3.1	Schedules y Confirmaciones.	178
5.2.3.2	Criterios de interpretación.	179
5.2.3.3	El incumplimiento.	180
5.2.3.4	Terminación anticipada contemplada.	182
5.2.3.5	<i>Netting</i> .	183
5.2.3.6	Garantías.	185
5.2.4	Contratos Marco locales.	187

5.2.4.1	Contenido mínimo.....	189
5.2.4.2	Cláusulas Especiales.....	194
5.2.4.3	Cláusulas específicas.	194
5.2.5	El Contrato Marco de Asobancaria.....	195
5.2.5.1	Criterios de Interpretación.....	196
5.2.5.2	Objeto.	196
5.2.5.3	Manifestaciones y declaraciones de las partes.....	196
5.2.5.4	Obligaciones de las partes.....	197
5.2.5.5	Cumplimiento.....	197
5.2.5.6	Confirmaciones.....	198
5.2.5.7	Compensación.....	199
5.2.5.8	Garantías.....	199
5.2.5.9	<i>Recouponing</i>	200
5.2.5.10	Eventos de incumplimiento.	200
5.2.5.11	Eventos de terminación.	202
5.2.5.12	Clausula compromisoria.	203
5.2.6	Requisitos exigidos a las entidades vigiladas para negociar.....	203
CONCLUSIONES		207
BIBLIOGRAFÍA		211

ILUSTRACIONES

Figura 1. Estructura básica del mercado de intermediación colombiano.	26
Figura 2. Clases de Inversionistas.	35
Figura 3. Intermediarios del mercado de valores.	36
Figura 4. Principales emisores.	37
Figura 5. Función del activo financiero.....	46
Figura 6. Futuros y <i>forwards</i> : estructura básica.	96
Figura 7. Posición de la CRCC.	98
Figura 8. Evolución del principal nocional de las operaciones en vigor. Años 1983–1997.....	116
Figura 9. Swap: Estructura elemental.	118
Figura 10. Cuando la contraparte es un agente de <i>swap</i>	119
Figura 11. Compensación de riesgos por parte del agente de <i>swaps</i>	119
Figura 12. Swap: Línea de tiempo.	120
Figura 13. <i>Coupon swap</i>	122
Figura 14. <i>Basis swap</i>	122
Figura 15. En un <i>swap</i> , técnicamente, se toma la posición contraria.....	123
Figura 16. Swap de divisas.	125

TABLAS

Tabla no. 1. Contrato de futuro sobre TES a mediano plazo (TESM)	153
Tabla no. 2. Contrato de futuro sobre TES a corto plazo (TESS)	154
Tabla no. 3. Contrato de futuro sobre TES a largo plazo (TESL).....	155
Tabla no. 4. Contrato de futuro sobre Tasa de Cambio Dólar/Peso (Futuro de TRM)	156
Tabla no. 5. Mini Contrato de futuro sobre Tasa de Cambio Dólar/Peso	157
Tabla no. 6. Contrato de futuro sobre la acción de ECOPETROL	158
Tabla no. 7. Contrato de futuro sobre la acción preferencial de BANCOLOMBIA.....	159
Tabla no. 8. Contrato de futuro índice accionario COLCAP	160

TITULO

ASPECTOS CONTRACTUALES DE LA NEGOCIACIÓN CON DERIVADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA*

AUTORES

GARZÓN RUIZ, WILLIAN FERNANDO Y RIVEROS RODRÍGUEZ, HENRRY ALBERTO**.

PALABRAS CLAVE

DERIVADOS FINANCIEROS, RIESGO, ESPECULACIÓN, ARBITRAJE, MERCADO DE VALORES, MERCADO OVER THE COUNTER, MERCADO ORGANIZADO, CONTRATO MARCO DE OPERACIONES FINANCIERAS, BOLSA DE VALORES, CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE, ISDA.

DESCRIPCIÓN

El presente trabajo de grado tiene como objetivo primordial estudiar la forma en que se estructura el modelo de contratación con derivados financieros en Colombia. Para recorrer este camino se realizará una vista previa de los elementos fundamentales del sistema financiero, como son: los mercados, los intermediarios y los instrumentos financieros, porque constituyen el entorno fundamental desde el que se origina y se desenvuelve su contratación. En síntesis, un instrumento financiero derivado se utiliza, en buena parte, para gestionar los riesgos latentes a los que se exponen los agentes del mercado, derivados de una relación jurídica subyacente. Máxime cuando en el mismo mercado las metodologías tradicionales se ven insuficientes al momento de administrar óptimamente el abanico de contingencias que circulan en todo el entramado económico. Por esta razón, es preciso presentar una revisión elemental de la teoría del riesgo, como fuente primaria de la contratación con tales herramientas. Para luego adentrarnos en el análisis de las características contractuales que, en general y en particular, se profesan de cada uno de ellos. Cerrándose así, finalmente, con el estudio del régimen de la negociación con derivados financieros en Colombia. Donde se abordarán las grandes distinciones que se producen, pues dependiendo de la configuración del mercado, las características y los aspectos contractuales tienden a variar.

* Proyecto de grado.

** Facultad de Ciencias Humanas, Escuela de Derecho y Ciencias Políticas, Director. Dr. CESAR AUGUSTO QUIJANO QUIROGA.

TITLE

CONTRACTUAL ASPECTS OF THE NEGOTIATION WITH FINANCIAL DERIVATIVES IN COLOMBIA*

AUTHORS

GARZÓN RUIZ, WILLIAN FERNANDO Y RIVEROS RODRÍGUEZ, HENRRY ALBERTO**.

KEY WORDS

FINANCIAL DERIVATIVE, RISK, SPECULATION, ARBITRAGE, MONEY MARKET, OVER THE COUNTER MARKET, ORGANIZED MARKET, FINANCIAL OPERATIONS, MASTER AGREEMENT, STOCK MARKET, CLEARING HOUSE, ISDA.

DESCRIPTION

The present degree job has as a primordial aim to study the way in which it is structured the model of financial derivatives contracts in colombia. To go throw this way it will be realized a previous sight of the fundamental elements of the financial system, like: markets, intermediaries, and the financial instruments, because they constitute the fundamental environment from the one it is originated and develops its contracting.

A financial derivative instrument it is used in a good part, to manage the latent risks that the agents of the market are exposed to, derived from a juridical underlying relation. Especially when the market itself of the traditional methodologies seem not enough at the moment to ideally manage the range of contingencies that circulate in the whole economic framework.

This is why, it is necessary to present an elemental revision of the theory of the risk, as a primary source of the contracting with those instruments.

To then enter in the analysis of the contractual characteristics that in general and particular, are practiced in each one of them. Being finally closed with the regimen of the negotiation of the financial derivatives in colombia.

Where will be approached the big distinctions that are produced in the last aspect, so depending on the configuration of the market, the characteristics and the contractual aspects tend to change.

* Project of degree.

** Faculty of Sciences, School of Law and Political Science. Director. Dr. CESAR AUGUSTO QUIJANO QUIROGA.

INTRODUCCIÓN

La dinámica económica actual precisa varios efectos, entre ellos la complejidad y la diversificación de las fichas que integran el tablero del mundo globalizado. En este escenario, donde la confluencia derriba los muros que separan la territorialidad, pretender que la creación, moldeado o eliminación de ciertas instituciones, ya en punto de especialidad, sea ajeno al interés de las personas es una idea que en forma errada desconoce las repercusiones de dichos fenómenos que directa o indirectamente se logran desprender y que llegan, incluso, a definir la suerte de grandes conglomerados.

En gracia de ejemplo, existen figuras que para el común de las personas son en extremo desconocidas y que, por su marcada particularidad, tienden a ser aplicadas por ciertos sectores, hábiles al momento de manejar su contenido y de hacer frente a las consecuencias propias de los riesgos implícitos. No obstante, la experiencia enseña que esta clase de situaciones no son exclusivas, la tendencia se extiende y se masifica: hasta hace no pocos años se pensaba, v. g., que para adquirir vivienda, ante la ausencia de liquidez, era menester hipotecar en el proceso el inmueble, sin embargo, hoy como alternativa existe el *leasing habitacional*; en otros campos, al presente hablamos de *renting, factoring, jointventure, marketing, franchising*, junto con otras nociones, figuras que invitan a resolver desde otra perspectiva ciertos problemas, aunque muchos las ignoren por completo.

Tendencias que ciertamente generan dudas y reticencias ante la falta de explicaciones claras e indicaciones correctas. Ante novísimas piezas, se precisan

manuales que permitan su atenta lectura, hacia una correcta interpretación. Todo con el propósito de evitar futuros inconvenientes que, más allá de ser malestares pasajeros, representan el augurio de colosales perjuicios.

Lo dicho entraña un aspecto formal, en el sentido del concepto, pero no un aspecto legal, en el sentido del marco normativo. La economía en términos del derecho comporta la idea del negocio jurídico y, entre sus especies, la del contrato. Por tal razón, consideramos prudente y necesario analizar y profundizar sobre una variedad especial de acuerdos que existen en el sistema financiero, a fin de estudiar su contenido y simplificar como resultado cada uno de sus aspectos, prestando particular atención a cada uno de sus componentes jurídicos. Disertaremos, entonces, alrededor de los *derivados* financieros. Contratos de forma operativa compleja, altamente especializados y de especial estructura contractual, que ofrece el sector financiero.

En términos sencillos, un *derivado* es una forma contractual cuyo principal propósito consiste en servir como mecanismo de cobertura, frente a los riesgos que se desprenden de una situación jurídica subyacente. Existen porque no todo riesgo puede ser objeto de protección a través del uso herramientas tradicionales, como el contrato de seguro. Por tal razón se ofertan en el mercado, pues todos sus miembros son conscientes que el mundo de las relaciones económicas, ahora más que nunca, está sujeto a un sinfín de riesgos: la caída en el precio de los productos, las alteraciones en las tasas de cambio o en las tasas de interés, posibles incumplimientos de contraparte en los contratos celebrados, los cambios en la legislación de un país y los desastres naturales, son algunos de ellos.

No obstante, el volumen de las transacciones que se desarrollan en el país según

los especialistas es todavía menor, en comparación con las que día a día son cerradas en las economías desarrolladas. Entre las razones, por las que se puede explicar tal fenómeno, está el miedo y la incertidumbre que generan tal clase de productos, los cuales son asociados con frecuencia como causantes o, para no ir tan lejos, agravantes de las crisis económicas internacionales que se tomaron esta última década. Pero en una mirada aguda, el detonante de tal mal en la mayoría de los casos se dio por malas prácticas, inclusive, por el desconocimiento de los efectos de la contratación con derivados por parte de inversionistas novatos que participaron en las operaciones.

Recuérdese que nuestro tiempo es la época de la globalización, por ello a pesar del criterio de especialidad (toda vez que los derivados en esencia son contratos casi exclusivos del sector financiero), su aplicación aumenta cada día, esto es, extendiéndose su contratación a más sujetos, como las medianas, pequeñas y microempresas e, inclusive, a personas naturales.

En este orden de ideas, estimamos indispensable ofrecer, para inversionistas, industriales, empresas, usuarios del sistema y abogados, una mirada al tema de los derivados, en lo pertinente a su contratación en el territorio colombiano. Y más teniendo en cuenta que en la nación, aunque no son productos relativamente nuevos, se sigue la tendencia en materia financiera hacia la desregulación del sector; no en el sentido de ausencia total de marco legal, sino bajo el entendido de dotar directamente a las entidades que participan en el mercado con facultades orientadoras, reguladoras o de supervisión, para que ellas mismas asuman las decisiones normativas, pertinentes para reaccionar adecuadamente frente a los rápidos cambios que se experimentan actualmente en las economías. Así las cosas, no estaría por demás verificar si la existencia de tales mecanismos es contraria a los interés del orden económico y público del país.

Y es que, con todo, luego de revisar la literatura nacional concluimos que el escenario sigue siendo parcialmente explorado. Lo que hace una tarea interesante la revisión de nociones, categorías, clasificaciones, particularidades y efectos, lo que aportaría siquiera un grano de utilidad al asunto. Resaltamos que la idea latente consiste en brindar proposiciones dotadas de claridad y sencillez, con ánimo de ilustrar y así aportar en un campo que se dice delicado, pero que bien conocido y empleado creemos otorgaría mejores resultados: la historia es recurrente al enseñar que no se debe caer constantemente en un mismo error, menos en una era donde el fracaso en un negocio tiende a marcar no solo el interés de un individuo, sino el de todas las naciones.

La posibilidad de estudiar la forma en que se estructura el modelo de contratación con derivados financieros en Colombia, como objeto central del presente estudio, tiene como condición de posibilidad que pueda realizarse un repaso alrededor de los elementos fundamentales del sistema financiero, como son: los mercados, los intermediarios y los instrumentos financieros, puesto que constituyen el entorno fundamental desde el que se origina y se desenvuelve la contratación con derivados. Contratación que está orientada, en buena parte, en administrar los riesgos permanentes a que se exponen los agentes del mercado, el cual se caracteriza sin duda por su volatilidad, de modo que las metodologías tradicionales se ven insuficientes al momento de gestionar óptimamente el abanico de riesgos. Por esta razón, es preciso realizar una revisión elemental de la teoría del riesgo, como fuente primaria de la contratación con tales instrumentos. Para luego adentrarnos en el análisis de las características contractuales que, en general y en particular, se profesan de cada uno de ellos. Cerrándose así, finalmente, con el estudio del régimen de la negociación con derivados financieros en Colombia.

1. ACÁPITES SOBRE EL SISTEMA, LOS MERCADOS Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Antes de tocar el centro de la discusión sobre la contratación con derivados, determinamos conveniente proceder de forma escalonada y conceptual.

Así entonces, los primeros pasos tocarán y poco a poco ingresarán en los terrenos que componen el campo del sistema financiero. Cuya tierra se nutre conforme a una química especial que le es propia y que pervive, además, gracias a la labor de los sujetos que en sus linderos laboran. Efecto que se consigue mediante el uso de variadas herramientas.

Los sujetos, ya en términos reales, hacen posible la satisfacción de ciertos intereses financieros. En medio de una serie de relaciones económicas propias de una economía de mercado.

En este orden de ideas, conviene revisar cada uno de los enunciados elementos, puesto que de ello depende la comprensión adecuada y el seguimiento constante, en cada módulo diseñado y trabajado para el cumplimiento de los propósitos que nos ocupan, de toda la materia.

La contratación con derivados financieros, como su nombre lo indica, está ligada a los instrumentos, al mercado, a los intermediarios y al mismo sistema. Es por esta razón que insistimos en la conveniencia de comenzar el estudio dedicando unas cuantas líneas a esta perspectiva.

1.1 EL SISTEMA FINANCIERO. ORIGEN Y FUNDAMENTOS.

Los profesores LÓPEZ PASCUAL y ROJO SUÁREZ¹ expresan que la vida del sistema financiero parte de la presencia de unidades **excedentarias** y **deficitarias** de liquidez en la economía². Las primeras pueden asumir una de dos posiciones relevantes: guardar (ahorrar) o gastar (consumir). En el caso de los ahorradores, ellos tienen, más allá de simplemente conservar el capital, la opción de generar renta. Es en este orden de cosas donde germina el sistema financiero, como el «conjunto de instituciones, instrumentos y mercados en los que se va a canalizar el ahorro hacia la inversión»³. El sistema financiero deviene, entonces, como un canal que redirecciona la economía, en el sentido de posibilitar el flujo de capitales hacia aquellas unidades que lo necesitan.

El sistema se basa en la inversión, mediante la cual se generan una serie de movimientos que finalizan con el retorno del capital, enriquecido, gracias a la ganancia esperada que pagan las unidades deficitarias. Esta tendencia hace parte de un efecto de engranaje: los prestatarios, al contar con la liquidez que en principio no disponen, desarrollan actividades productivas de tal suerte que, en últimas, se aviva la economía. Y lo hacen a fin de no solo cancelar el valor adeudado y sus intereses, sino de generar propia plusvalía y avanzar de esta manera en dirección al estado de bienestar. En virtud de este esquema se aporta una fuerza de empuje adicional que mantiene fluyendo de forma constante las relaciones de producción y consumo.

No obstante, para posibilitar tal flujo se requiere de una serie de sujetos

¹ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Los mercados de valores. Organización y funcionamiento. Madrid: Ediciones Pirámide, 2008, p. 26.

² *Ibíd.*

³ *Ibíd.*

adicionales, que conduzcan el proceso: los **intermediarios financieros** son especialistas en llevar el ahorro al punto de inversión, previo conocimiento de las necesidades e intereses financieros de ahorradores e inversores⁴. Sin importar su forma, se caracterizaran por ser entes sofisticados, tanto en infraestructura como en recursos, sean estos humanos, financieros y tecnológicos, mediante los cuales minimizan los gastos que demanda la búsqueda de información (comportamiento del mercado, situación patrimonial y crediticia de los clientes, etc.) y de las transacciones.

La función de intermediación, en gran parte, es adelantada en nuestro sistema por las entidades o establecimientos de crédito⁵. En Colombia ostentan la calidad de establecimientos de crédito los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento⁶ y las cooperativas financieras⁷; no son establecimientos de crédito, por exclusión, todas las demás entidades que contempla el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Solo en perspectiva, la figura número 1 compila la estructura elemental del mercado de intermediación colombiano.

⁴ *Ibidem*.

⁵ Según el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Inciso 2, numeral 1, artículo 2): “Se consideran establecimientos de crédito las instituciones financieras cuya función principal consista en captar en moneda legal recursos del público en depósitos, a la vista o a término, para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito”. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 663. (02, abril, 1993). Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1993. no. 40.820. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariassenado.gov.co>>

⁶ Recuérdese que por mandato del artículo 25 de la ley 1328 de 2009: “... las compañías de financiamiento comercial pasarán a denominarse “Compañías de Financiamiento” y todas las disposiciones vigentes referidas a aquellas, incluidas las previstas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, se entenderán referidas a estas”. COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 1328 (15, julio, 2009). Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2009. no. 47.411. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariassenado.gov.co>>

⁷ Numeral 1, artículo 2. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 663. (02, abril, 1993). *Op. cit.*

Empero, la labor de intermediación no se restringe a tales organismos, pues en los mercados confluyen otra serie de sujeto o agentes, que claramente asisten a igual propósito. En este trabajo, el concepto de *intermediario* se emplea de forma global, para mejorar la asimilación del asunto.

Así pues, las unidades deficitarias y excedentarias buscan disponer o generar recursos en consecuencia del encuentro de sus pretensiones opuestas, las cuales se hallan como colofón de las actividades adelantadas por los intermediarios financieros, en un tejido en el que «los costos de adquirir información y realizar transacciones incentivan la creación o el surgimiento de las instituciones y de los mercados financieros»⁸.

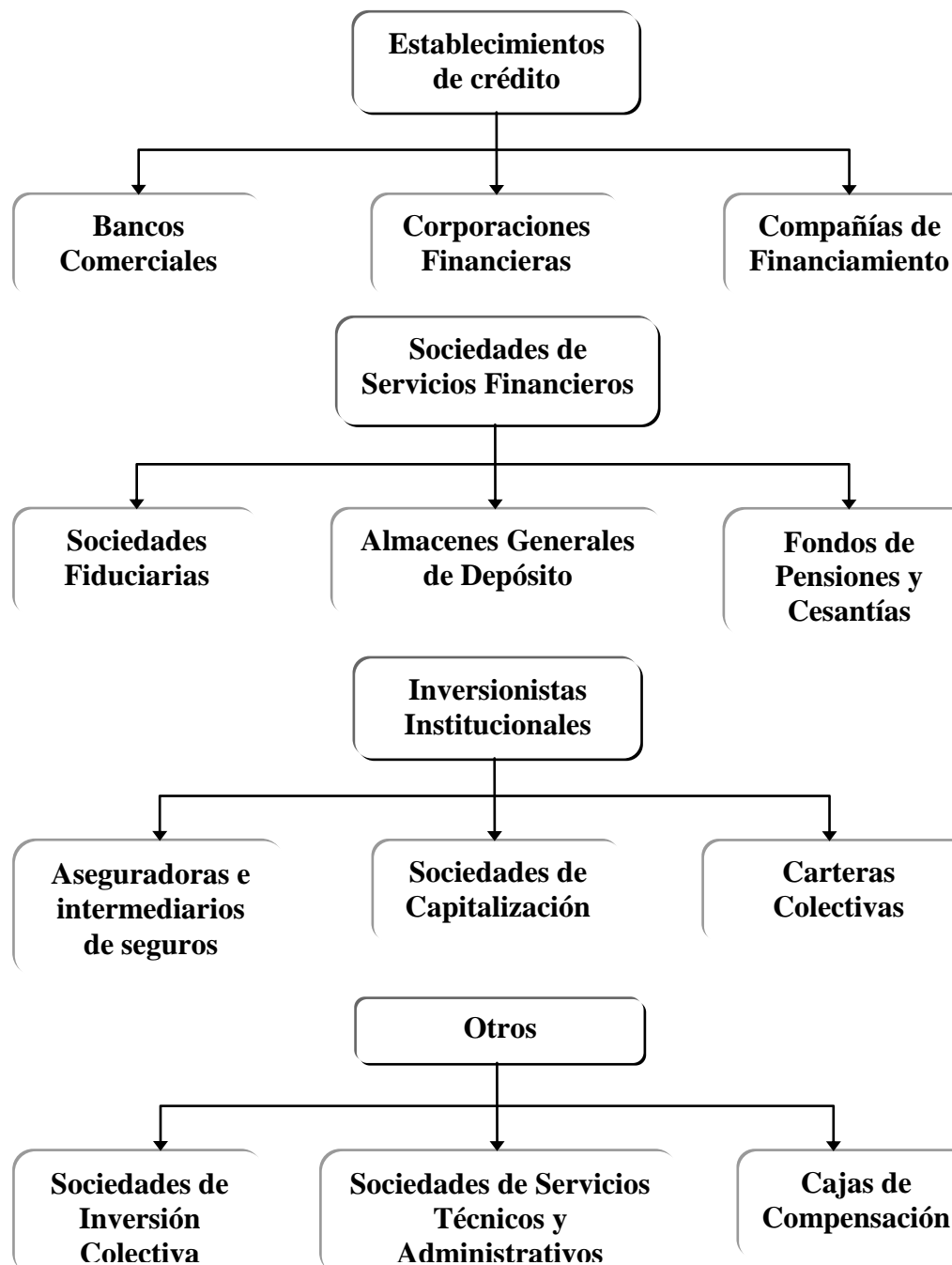
El sistema financiero juega varios papeles esenciales en la economía ya que funciona, además, «como medio de gestión de riesgos, provee un sistema de pagos y permite asignar un precio a los recursos financieros»⁹. Agregando los mercados, los instrumentos y los intermediarios son los elementos fundamentales del sistema financiero¹⁰.

⁸ Texto original: “The costs of acquiring information and making transactions create incentives for the emergence of financial markets and institutions”. LEVINE, Ross. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. En: *Journal of Economic Literature*, junio, 1997, vol. 35, no. 2, p. 690.

⁹ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. *Guía colombiana del mercado de valores*. s.l.: Colombia Capital, 2008, 250 p. 19. Disponible en línea: <<http://www.bvc.com.co>> [Consultado, 21 de Diciembre de 2011].

¹⁰ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. *Op. cit.*, p. 26.

Figura 1. Estructura básica del mercado de intermediación colombiano.



Fuente: FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía colombiana del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2008, p. 23; ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (ANIF). Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio. s.l.: ANIF, 2008, p 8.

1.2 LOS MERCADOS FINANCIEROS. FUENTE Y CLASIFICACIÓN.

De vuelta al plano general de la economía, en palabras de MENDOZA ÁLVAREZ, los «agentes intervinientes en el mercado regulan, de acuerdo a la ley de la oferta y la demanda, los precios de los productos a ofrecer, los cuales permiten, a su vez, encaminar toda clase de recursos económicos al mejor uso posible. Esta función que cumple todo mercado es uno de los aportes más grandes de la economía moderna. Los tipos de mercados dentro de una economía pueden distinguirse en el mercado de productos (bienes y servicios) y en el mercado de factores de producción (capital y fuerza laboral)»¹¹.

Los *mercados financieros* se encuentran en la primera línea, específicamente en lo que se refiere a servicios, y se establecen, tal y como lo asegura RODRÍGUEZ, como la serie de «instituciones, mercados y técnicas específicas de distribución, capaces de crear los instrumentos financieros necesarios para la expansión de una economía, con el objeto de aglutinar los excedentes financieros que no están siendo utilizados por aquellas personas o empresas, que poseen dinero excedentario, hacia aquellos sectores económicos que requieren de recursos monetarios. La esencia del mercado financiero es servir de intermediario, con el objeto de canalizar el ahorro hacia la inversión»¹². En ellos se produce, en consecuencia, un escenario de encuentro que pone en contacto a los agentes intervinientes, se da un intercambio de activos financieros y se determinan sus

¹¹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Trabajo de grado Abogado. Bogotá D.C.: Universidad de los Andes. Facultad de Derecho, 2004, p. 7. Disponible en línea: <http://biblioteca.uniandes.edu.co/Tesis_2005_primer_semestre/00003870.pdf> [Consultado, 12 de Diciembre de 2011].

¹² RODRÍGUEZ, Ángel. El mercado de capitales como alternativa de inversión. *En*: Visión Gerencial Revista del Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial (CIDE), Marzo, 2007, año 6, no. especial, p. 109. Disponible en línea: <<http://www.saber.ula.ve/bitstream/123456789/25159/2/articulo9.pdf>> [Consultado, 21 de Diciembre de 2011].

precios, se proporciona liquidez mediante los activos y se reducen los plazos y los costes de intermediación¹³.

Su clasificación, conforme a LÓPEZ PASCUAL y ROJO SUÁREZ, puede abreviarse siguiendo una tipificación en tres criterios, distribuidos así: i) según la fase de negociación del activo; ii) según las características de sus activos; y iii) según su estructura¹⁴. El lector debe prestar especial atención a este tercer aspecto, porque será constantemente mencionado varios puntos del documento.

1.2.1 SEGÚN LA FASE DE NEGOCIACIÓN DEL ACTIVO.

Más adelante veremos qué es un instrumento y, en consecuencia, qué es un activo financiero, solo para comentar la presente enumeración formaremos una definición precaria del activo: júzguese cómo tal el título que otorga a su poseedor un derecho de propiedad o de acreencia. Una empresa, por ejemplo, puede contar con varios bienes raíces en los que funcionan sus oficinas. Cada uno de ellos le reporta un activo: de forma intrínseca goza del valor natural de cada bien y, de forma extrínseca, del nivel de utilidad que cada uno representa para el desarrollo de su actividad productiva. Esbozamos, por su lado, que un título confiere una acreencia cuando contiene una obligación a ejecutarse en beneficio de su poseedor¹⁵ o propietario. En campo del derecho financiero, son tipos de activos los

¹³ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 28–29.

¹⁴ *Ibíd.*, p. 31–34.

¹⁵ En algunos títulos valores, incluso, al simple tenedor le asiste el derecho de exigir el cumplimiento de las obligaciones emanadas del instrumento. Ese es el caso de los títulos valores al portador. MELO PARRA sostiene que “[l]os títulos–valores al portador, a diferencia de los títulos–valores a la orden y nominativos, circulan muy velozmente, puesto que para endosarlos se requiere únicamente de la mera entrega del documento, mientras que los otros dos tipos de título–valor requieren de un trámite un tanto más complejo. Sin embargo, nuestra legislación consagra expresamente la prohibición de hacer circular los títulos–valores al portador en ausencia de una autorización legal expresa de por medio, al mismo tiempo que las otras dos clases de títulos no requieren dicha autorización, de acuerdo con la legislación actual”. MELO PARRA, Juan Daniel. Acerca de la necesidad de restringir la circulación de los títulos–valores al portador. En: Revista Jurídicas Centro de Investigaciones Sociojurídicas de la

títulos de tesorería, las acciones, los bonos, los CDT's, los CDAT's, entre otros. Algunos son altamente negociables, como las acciones y los bonos, otros no tanto, como ciertos certificados de depósito a término. En cualquier caso, la virtualidad de circular o no en el mercado, y las circunstancias en que se efectúa la circulación, son los elementos clave de los que parte esta primera clasificación.

1.2.1.1 MERCADO GRIS.

Comprende el periodo en el que, una vez emitido un activo, su negociación y venta se presenta antes de que pueda pasar como tal a ser objeto de transacción de forma pública¹⁶. Las operaciones son adelantadas entre intermediarios, sean estos financieros o bursátiles o con sus clientes, sobre valores previa su salida al mercado organizado y su consecuente cotización. A son de ejemplo, LÓPEZ PASCUAL y ROJO SUÁREZ traen a colación el de los mercados internacionales, como el *euromercado*¹⁷.

1.2.1.2 MERCADO PRIMARIO.

Abarca el periodo de suscripción: luego de su creación, el activo pasa a negociarse y se pacta por vez primera de forma pública, adquiriéndose directamente del emisor. También se denomina *mercado de emisión*¹⁸.

1.2.1.3 MERCADO SECUNDARIO.

Aquí los instrumentos se cotizan en varias ocasiones, una vez ocurrida su primera emisión. Puestos nuevamente en el mercado, su estipulación y venta se hace

Universidad de Caldas. Enero–Junio, 2006, vol. 3, no. 1, p. 61. Disponible en línea: <http://juridicas.ucaldas.edu.co/downloads/juridicas3-1_4.pdf> [Consultado, 18 de Diciembre de 2011].

¹⁶ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 31.

¹⁷ “Éste es un mercado internacional de dinero y capitales privados depositados en bancos de las principales plazas financieras del mundo, donde quedan englobados los mercados de «eurocréditos», «eurobonos y euroobligaciones» y «eurodivisas»”. LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 31.

¹⁸ *Ibídem*.

entre inversionistas, sin que la transferencia afecte el derecho contenido en los respectivos títulos. Las Bolsas de Valores son un ejemplo típico de esta clase de mercado¹⁹.

1.2.2 SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DE SUS ACTIVOS.

Como segundo renglón la distinción parte, fundamentalmente, del plazo en que se amortiza el activo. Esto comprende el lapso en el que se tornan exigibles las obligaciones contenidas en los respectivos acuerdos; igualmente se tienen en cuenta varios rasgos en especial, como el nivel de riesgo, sus intervinientes, el proceso y forma de creación, complejidad, etc.

1.2.2.1 MERCADOS MONETARIOS.

Son aquellos donde la comercialización de los activos se desarrolla con fechas de vencimiento que con frecuencia no superan el año²⁰. Conceden como bondades la distribución de recursos a costos y riesgos relativamente bajos, en activos fácilmente convertibles en dinero, es decir, muy líquidos y, como se anotó, su negociación abarca plazos considerablemente cortos²¹.

Contiene el mercado de crédito a corto plazo y el de títulos y, al igual que el mismo sistema financiero, el mercado monetario suele estar compuesto de varios mercados, primarios o secundarios, de deuda. Con instrumentos que emiten distintos agentes, como los gobiernos, los bancos centrales o los intermediarios financieros, de acuerdo con sus necesidades de financiación²². Siendo los

¹⁹ *Ibíd.*

²⁰ Dependiendo de la plaza, puede ser un plazo mayor. véase, *Ibíd.*, p. 32.

²¹ CASTELLANOS, Daniel, LIZARAZO, Ana Milena y CASTRO, Andrés Camilo. El mercado monetario en Colombia. *En*: Semana Económica Asobancaria. Noviembre, 2011, no. 827, p. 1. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/1914048.PDF>> [Consultado, 16 de Diciembre de 2011].

²² *Ibíd.*, p. 2.

principales, según URIBE²³, los títulos de deuda pública de corto plazo²⁴, los certificados de depósito y los préstamos interbancarios.

CASTELLANOS, LIZARAZO y CASTRO comentan que la negociación de instrumentos se realiza en gran parte mediante operaciones especiales, donde se efectúan intercambios de títulos por dinero y viceversa²⁵; entre ellas están, especialmente²⁶, las operaciones repo²⁷ (repurchase agreements), las simultáneas²⁸ (buy sell backs) y las transferencias temporales de valores (TTV)²⁹, «que en algunos

²³ URIBE, José Darío. El mercado monetario en Colombia. En: Nota Editorial Banco de la República. Mayo, 2004. Citado, *Ibíd.*

²⁴ “Títulos emitidos por los gobiernos a plazos menores a un año. En Colombia existen los TCO que son TES con plazos entre los 90 y 180 días. En Estados Unidos los Treasury Bills (T-Bills) de corto plazo van hasta 360 días”. *Ibíd.*

²⁵ *Ibíd.*, p. 3.

²⁶ Aunque también existen las operaciones de fondos interbancarios y las operaciones de fondos interasociados.

²⁷ El artículo 2.36.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010 define las operaciones repo o reporto como: “...aquellas en las que una parte (el “Enajenante”), transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”) y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero (“Monto Final”) en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada”. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2010. no. 47.771. Disponible en línea, véase: <<http://www.dmsjuridica.com>> [Consultado, 16 de Diciembre de 2011].

²⁸ Son operaciones bilaterales, consensuales, onerosas y conmutativas (al igual que el reporto y las TTV), definidas normativamente de forma exactamente igual que las operaciones tipo repo (véase, artículo 2.36.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010). Para diferenciar la una de la otra básicamente se siguen tres parámetros: i) el monto inicial en las operaciones repo puede ser el que corresponda al fijado según las condiciones del mercado o dicho valor menos un descuento, mientras que en las simultáneas el descuento no puede ser aplicado; ii) durante la vigencia del acuerdo las partes del reporto pueden acordar la sustitución de los títulos inicialmente entregados por otros diferentes, ausentándose tal libertad en las simultáneas, encontrándose el adquirente en la obligación de entregar en la segunda compraventa títulos de la misma especie y características; y iii) en el reporto pueden establecerse limitaciones sobre la movilidad de los títulos (evitar su libre disposición o venta por parte del adquirente), no cabiendo tal restricción en las operaciones simultáneas. Para mayor información, véase, LARROTA ACEVEDO, Jeison. Las operaciones bursátiles en la normatividad colombiana: El problema de la traducción jurídica. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Mayo, 2008, no. 39, p. 7–14. Disponible en línea: <<http://derechoprivado.uniandes.edu.co>> [Consultado, 17 de Octubre de 2011].

²⁹ En esta operación “... una parte (el “Originador”), transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el “Receptor”), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha

mercados se conocen como préstamos de títulos»³⁰.

En de anotar que en el mercado monetario –al igual que en los demás mercados–, juega un papel importante el banco central que, para nuestro caso, es el BANCO DE LA REPÚBLICA. Quien administra, por así decirlo, la liquidez de la economía, en ejercicio de un plan de política monetaria, ya sea controlando la cantidad de dinero en circulación como su precio (las tasas de interés)³¹. En el trabajo de CASTELLANOS, *et al.*, se detallan cuán trascendentales son para una economía las actividades adelantadas por la banca central, especialmente en lo que se refiere al mercado monetario, de tal suerte que:

El Banco Central juega un papel muy importante en el mercado monetario, debido a sus funciones como banquero de bancos y prestamista de última instancia. Esto le asigna la tarea de otorgar la liquidez inicial al conjunto de la economía. De esta manera, el Banco de la República abre unos cupos de liquidez para los establecimientos de crédito que pueden acceder al Banco, y ellos irrigan la liquidez al resto de la economía en forma de crédito. El Banco de la República puede expandir o contraer la cantidad de dinero mediante la realización de operaciones de mercado abierto (OMA), tanto transitorias como permanentes, y apoyos transitorios de liquidez, entre otros. Si los establecimientos de créditos tienen excesos de liquidez, pueden depositarlos, usualmente en la forma de encajes, en el Banco.

Así, a partir del Banco de la República comienza un proceso de irrigación de la liquidez, en la forma de círculos concéntricos, que tiene dos dimensiones. La primera es de carácter institucional. El Banco le otorga liquidez solo a un tipo especializado de instituciones, establecimientos de crédito autorizados para acceder al banco central. Éstos distribuyen la liquidez a otras entidades financieras y, en últimas, a través del sistema financiero, a las entidades del

posterior. Concomitantemente, el Receptor transferirá al Originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación. En el momento en que se revierta la operación, tanto el Originador como el Receptor deberán restituir la propiedad de valores de la misma especie y características de aquellos recibidos en la operación o la suma de dinero recibida, según sea el caso”. Artículo 2.36.3.1.3, de la normatividad en comento. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Op. cit.

³⁰ CASTELLANOS, Daniel, LIZARAZO, Ana Milena y CASTRO, Andrés Camilo. Op. cit., p. 3.

³¹ *Ibídem*.

sector real. La segunda dimensión es de plazos. La liquidez inicialmente se otorga a plazos muy cortos, pero, en la medida en que las entidades financieras van teniendo acceso a ella, la van convirtiendo en financiación de más largo plazo³².

Sea pertinente apuntar que, por mandato de la Carta Política de 1991, la Junta Directiva del BANCO DE LA REPÚBLICA es la máxima autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país³³.

1.2.2.2 MERCADOS DE CAPITALES.

En contrapartida, los mercados de capitales son aquellos donde la financiación se transa a largo plazo. Se divide en dos mercados: el mercado de crédito a largo plazo y el mercado de valores³⁴.

Hablando de regulación, nuestro mercado de capitales ha sido objeto de un lento desarrollo. La ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (ANIF) lo atribuye a la larga transición que experimentó la nación de país pobre (1950–1970) a país de ingreso medio (1980–2000) y a la insuficiencia de normas reguladoras de la actividad bancaria, financiera y de valores en cada una de esas etapas³⁵.

Evoca el desarrollo de la banca libre, a mediados de 1870, como el primer pasaje histórico desde el que Colombia ha experimentado las volatilidades cambiaria y financiera. Siendo crucial el papel que, en el ordenamiento financiero, el BANCO DE

³² *Ibíd.*, p. 3–4.

³³ Artículo 372. COLOMBIA. ASAMBLEA NACIONAL CONSTITUYENTE. CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA. Gaceta Constitucional. Bogotá D.C., 1991. no. 116. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariassenado.gov.co>>

³⁴ Al que le prestaremos especial atención más adelante.

³⁵ ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (ANIF). Mercado de Capitales en Colombia: Diagnóstico y Perspectivas de su Marco Regulatorio. s.l.: ANIF, 2008, p. 8. Disponible en línea: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf> [Consultado, 18 de Diciembre de 2011].

LA REPÚBLICA desarrolló entre 1923–1960; siendo en realidad «durante las décadas de 1980–2000 que el país logró organizar un marco regulatorio que pudiera acompañar de mejor forma la emisión de títulos de deuda pública (principalmente). En particular, han sido cruciales las tareas adelantadas por el Ministerio de Hacienda, tanto como regulador como supervisor financiero y del mercado de valores»³⁶. Empero, es en lo corrido de la década que nos antecede (2000–2010) donde se ha procurado el mayor esfuerzo posible a fin de regular los dos puntales visibles del mercado, como lo son el Bancario y el de valores. Hecho que, entre otras razones, ha mitigado el impacto en el país de las grandes crisis financieras que han sacudido al planeta, como la del 2008 y la del 2011 –que todavía se está viviendo–.

1.2.2.2.1 MERCADO DE VALORES.

Regulado en nuestro sistema especialmente por la Ley 964 de 2005, es aquel donde la transferencia de recursos se realiza a través de instrumentos cuya estructura particular y efectos revisten una cierta complejidad. Pese a lo cual, entre ellos comparten elementos básicos, que permiten agruparlos bajo la categoría de **valores**. Siendo un **valor**, a la luz del artículo 2° de la Ley 964, «todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público»³⁷. Es decir, títulos creados en procura de liquidez, entre los que se encuentran las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósitos de mercancías, los certificados de depósito a término, las cédulas hipotecarias, las aceptaciones bancarias o cualquier título siempre y cuando sea i) un título o derecho resultante de un proceso de titularización, ii) un título representativo de capital de riesgo o iii)

³⁶ *Ibídem.*

³⁷ COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 (8, julio, 2005). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2005. no. 45.963. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariassenado.gov.co>>

un título de deuda pública³⁸.

Contiene los mercados de renta fija³⁹ y de renta variable⁴⁰ y sus partícipes son i) los emisores, entidades autorizadas por la ley para originar títulos de deuda (valores) con el propósito de captar dinero del público, ii) los inversionistas, interesados en negociar y iii) los facilitadores⁴¹, quienes sirven de intermediarios entre emisores e inversionistas. Teniendo en cuenta el orden nacional, la figura 2 sintetiza las clases de inversores, la 3 los intermediarios o facilitadores y en la 4 se enumeran los principales emisores.

Figura 2. Clases de Inversionistas.



Fuente: FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2011, p. 18.

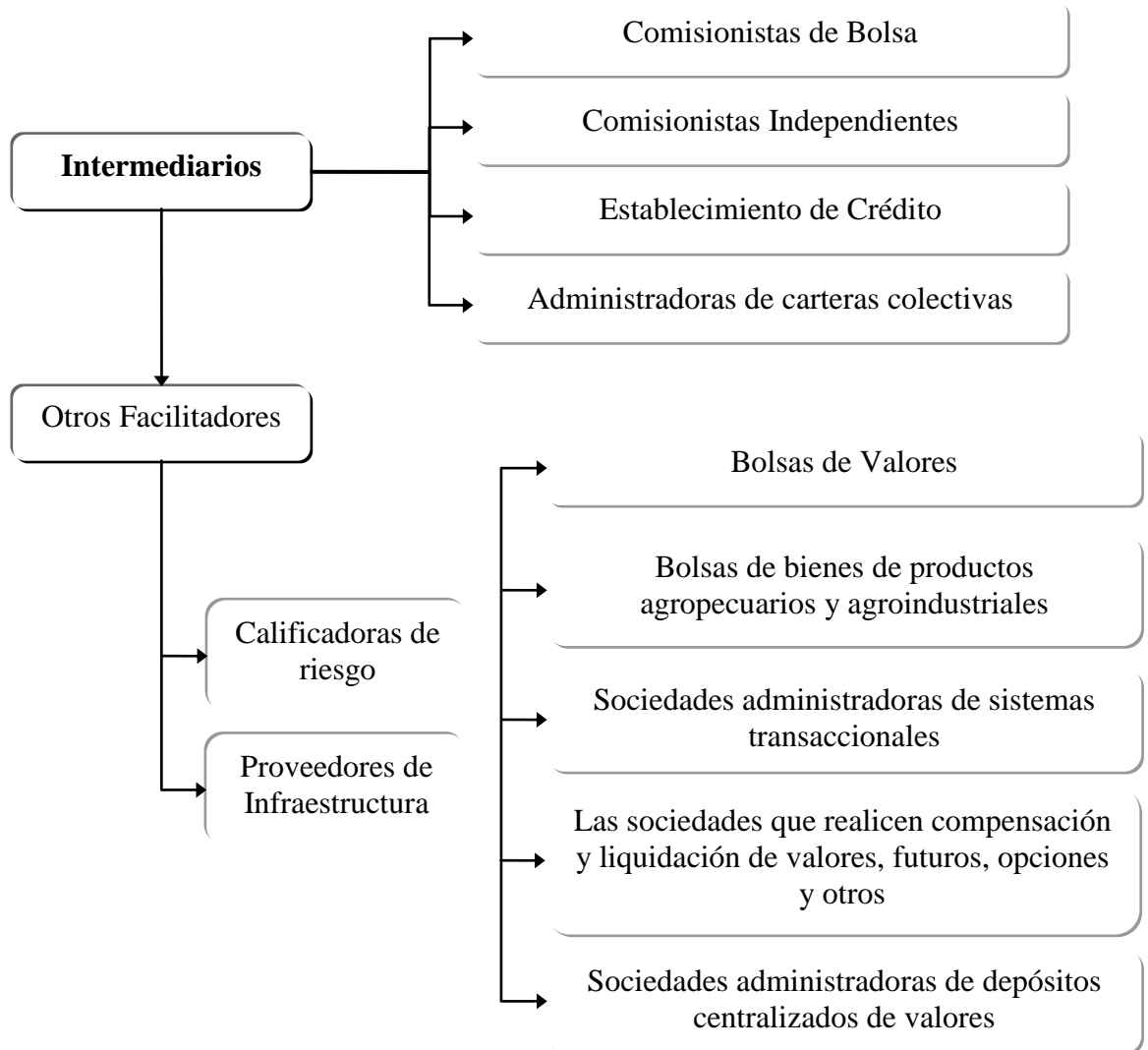
³⁸ Artículo 2. Ibíd.

³⁹ Donde los valores tranzados amortizan a su tenedor un importe fijo, con antelación establecido para toda su vigencia, como lo hacen los certificados de depósito y los bonos.

⁴⁰ En él los valores no tienen un rendimiento preestablecido, variando su rentabilidad por diversas causas, v. g., el buen desempeño de la empresa en el caso de las acciones.

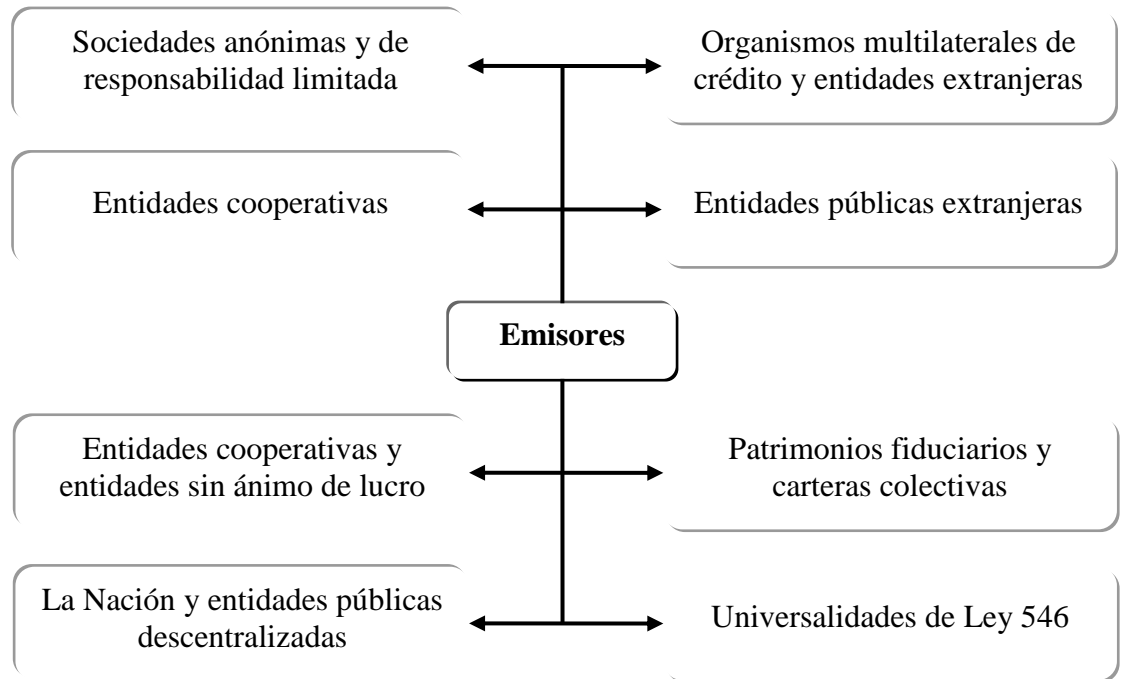
⁴¹ FRADIQUE-MÉNDEZ explica que “[e]n el mercado de valores, la transferencia de recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios tiene lugar a través de una relación directa entre ambos sectores mediante la emisión de valores. En particular, en este mercado no existen intermediarios propiamente dichos (es decir, entidades que se relacionen de forma completamente independiente entre sectores superavitarios y deficitarios), sino agentes que ponen en contacto a los emisores e inversionistas (intermediarios del mercado de valores)”. FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2011, p. 11. Disponible en línea: <<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones>> [Consultado, 19 de Diciembre de 2011].

Figura 3. Intermediarios del mercado de valores.



Fuente: FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2011, p. 17-18.

Figura 4. Principales emisores.



Fuente: FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2011, p. 17.

Si bien la Ley 964 de 2005 –junto con sus respectivas modificaciones– constituye la guía primordial de todo el sistema, muchas de sus materias por orden directa del legislador son objeto de desarrollo y regulación por parte del gobierno nacional. Así, tan solo en el año 2008, la ANIF, tomando como referente parámetros del BANCO MUNDIAL, ordenó cada una de las disposiciones reglamentarias que comprendían la taxonomía jurídica del sistema de valores colombiano. Como remembranza, nos permitimos transcribir tal enumeración, precisando con ello que varias de aquellas normas fueron modificadas, subrogadas o derogadas, por lo que su estatus jurídico se resaltará según corresponda:

1. Supervisión y autorregulación

a. Decreto 4327 de 2005: Integración de la Superintendencia Bancaria y de

Valores y la creación de la Superintendencia Financiera de Colombia. [Artículos 2, 3, 4 y del 7 al 80 Derogados, Decreto 2555 de 2010].

b. Decreto 4759 de 2005: Defensor del Cliente del Mercado de Valores [Derogado, Decreto 2281 de 2010, a su vez derogado, Decreto 2555 de 2010].

c. Decreto 1565 de 2006 y Decreto 3516 de 2006: Actividad de Autorregulación del Mercado de Valores [Derogados expresa y tácitamente, Decreto 2555 de 2010].

d. Decreto 3139 de 2006: Organización y funcionamiento del Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV) [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

e. Decreto 4668 de 2007: Proceso de certificación de profesionales del mercado de valores [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

f. Decreto 089 de 2008: Estados Financieros [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

g. Decreto 1340 de 2008: Inscripción en el Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV) y valores objeto de negociación en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros *commodities* [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

h. Decreto 2555 de 2008: Procesos de toma de posesión y liquidación forzosa administrativa [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

2. Emisión y oferta pública de valores

a. Decreto 850 de 2006: Deroga art. Res. 1200 relacionado con operaciones de remate y martillo [Derogado tácitamente, Decreto 2555 de 2010].

b. Decreto 1564 de 2006: Oferta pública de valores por emisores extranjeros y sucursales de entidades extranjeras [Derogado tácitamente, Decreto 2555 de 2010].

c. Decreto 1941 de 2006: Ofertas públicas de adquisición [Derogado tácitamente, Decreto 2555 de 2010].

d. Decreto 3140 de 2006: Oferta pública de valores emitidos por gobiernos extranjeros, entidades públicas del exterior y organismos multilaterales [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

e. Decreto 2177 de 2007: Oferta de valores en el exterior [Derogado tácitamente, Decreto 2555 de 2010].

f. Decreto 3780 de 2007: Ofertas públicas de valores mediante la construcción del libro de ofertas [Derogado, Decreto 2555 de 2010].

3. Infraestructura del mercado de valores

a. Decreto 3767 de 2005 y Decreto 692 de 2007: Integración de los Consejos Directivos de las Bolsas de Valores [Derogados expresa y tácitamente, Decreto 2555 de 2010].

b. Decreto 700 de 2006: Inversiones en sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas [Derogado, Decreto 2555

de 2010].

c. Decreto 1511 de 2006: bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros *commodities*, sus miembros y organismos de compensación y liquidación [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

d. Decreto 3923 de 2006: Miembros independientes de las juntas directivas de emisores [*Vigente*].

e. Decreto 1076 de 2007: Actividad de calificación de riesgos [*Derogado tácitamente, Decreto 2555 de 2010*].

f. Decreto 1456 de 2007: Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

g. Decreto 2893 de 2007: Cámaras de Riesgo Central de Contraparte [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

h. Decreto 1120 de 2008: Sistemas de negociación de valores y registro de operaciones sobre valores [*Vigente*].

i. Decreto 1350 de 2008: Calificación de riesgos [*Derogado tácitamente, Decreto 2555 de 2010*].

j. Decreto 1797 de 2008: Efectos tributarios sobre el régimen de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte [*Vigente, artículo 10 Derogado, Decreto 660 de 2011*].

4. Arquitectura del mercado de valores

a. Decreto 4708 de 2005: Operaciones de reporto o repo y operaciones simultáneas [*Derogado, Decreto 4432 de 2006, a su vez derogado, Decreto 2555 de 2010*].

b. Decreto 1939 de 2006: Operaciones de cumplimiento efectivo [*Vigente*].

c. Decreto 4432 de 2006: Operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

d. Decreto 666 de 2007: Cuentas de Margen [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

e. Decreto 1802 de 2007: Operaciones preacordadas [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

f. Decreto 2175 de 2007: Administración y gestión de Carteras Colectivas [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

g. Decreto 2558 de 2007: Oficinas de representación del exterior [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

h. Decreto 3032 de 2007: Servicios financieros prestados por sociedades comisionistas de bolsa a través de corresponsales [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

i. Decreto 1121 de 2008: Actividad de Intermediación en el mercado de valores [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*].

j. Decreto 1796 de 2008: Operaciones con instrumentos financieros derivados

y productos estructurados [*Derogado, Decreto 2555 de 2010*]⁴². (Notas de vigencia son propias)

En este orden, es palpable concluir que toda la regulación pasó de estar dispersa, a ser contenida en un solo estatuto. El Decreto 2555 de 2010 compila lo que otrora se hallaba en cientos de normas; aunque sujeto a sus propias modificaciones, en sí mismo demuestra la intensa labor del MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, tanto como regulador y supervisor, en una tarea que le ha significado no solo fortaleza, sino seguridad jurídica al mercado de valores del país.

1.2.3 SEGÚN SU ESTRUCTURA.

Este criterio tiene en cuenta el entorno en el que se realizan las contrataciones. Reviste dos opuestos, por lo que sencillamente existen mercados organizados y no organizados.

1.2.3.1 MERCADOS ORGANIZADOS.

Son escenarios de negociación donde se transan diversos instrumentos financieros de forma coetánea y con sujeción a determinados parámetros legales⁴³. Se despliegan en lo que se conoce como mercado Bursátil, en el que las bolsas de valores son su clase dominante⁴⁴, sin perjuicio de la existencia de otros

⁴² ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (ANIF). Op. cit., p. 3–4.

⁴³ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 31.

⁴⁴ “Se han distinguido algunos elementos básicos que deben estar presentes en un mercado de este tipo. Debe tratarse de una bolsa o mercado de valores que cumple con las siguientes características: tiene un sistema de negociación centralizado y una cámara de compensación, un organismo que regula el mercado, unos medios de negociación y cumplimiento que se encuentran predefinidos, unos contratos estandarizados o semiestandarizados, un esquema que permite la difusión de los precios y unos mecanismos de liquidez y de información de lo que se está negociando”. GÓMEZ SOTO, Jorge Alberto. Derivados de Crédito: Comentarios sobre su Viabilidad y Propuestas para su Desarrollo Legal en Colombia. Trabajo de Grado Abogado. Bogotá D.C.: Universidad de los Andes. Facultad de Derecho, 2007. p. 17. Disponible en línea: <http://especiales.universia.net.co/dmdocuments/Derivados_de_Credito_Jorge_gomez.pdf> [Consulta, 09 de Noviembre de 2011].

sistemas transaccionales⁴⁵.

Esencialmente, una bolsa de valores es un ente legalmente autorizado para servir de mecanismo por medio del cual sus miembros comercializan valores. Abastece con normas, procura vigilancia y supervisión y la prestación de otra clase de servicios encaminados a mejorar y facilitar las respectivas negociaciones⁴⁶. En nuestro país tenemos la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A. (BVC), entidad resultante de la fusión en 2001 de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente⁴⁷.

Los sistemas transaccionales, en el caso colombiano, son plataformas para la ejecución de operaciones sobre valores distintos de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones; su administración únicamente puede ser adelantada por entidades debidamente autorizadas y sometidas a supervisión y vigilancia por parte de la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA⁴⁸. Los principales sistemas transaccionales, de acuerdo con FRADIQUE-MÉNDEZ, son los siguientes:

- a) **El Mercado Electrónico Colombiano (MEC)**, mediante el cual se negocian valores distintos de títulos de deuda pública, y el cual es administrado y reglamentado por la BVC.

- b) **Sistema Electrónico de Negociación (SEN)**, mediante el cual se negocian fundamentalmente valores de deuda pública, y el cual es administrado por el Banco de la República. Pueden acceder al SEN los establecimientos de crédito, las sociedades fiduciarias, las comisionistas de bolsa, las comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, la Dirección del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República. Los usuarios (Agentes) pueden actuar directamente o a través de intermediarios

⁴⁵ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 20.

⁴⁶ *Ibíd.*

⁴⁷ Para información adicional, véase, <<http://www.bvc.com.co>>

⁴⁸ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 21-22.

de valores.

c) Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros. Son mecanismos de carácter multilateral y transaccional a los cuales concurren los miembros o agentes afiliados al mismo, bajo las reglas, parámetros y condiciones establecidas en el artículo 2.15.5.1.2. y siguientes del Título 6 del Decreto 2555 de 2010 y en el reglamento del administrador del Sistema de Cotización de Valores Extranjeros, para la realización de operaciones sobre valores extranjeros listados en dichos sistemas y para la divulgación de información al mercado sobre tales operaciones⁴⁹. (Negrillas fuera de texto)

1.2.3.2 MERCADOS OVER THE COUNTER (OTC).

O mercado sobre el mostrador –en virtud de sus siglas en inglés–, también llamado mercado extrabursátil, es aquel donde las operaciones se realizan por fuera de bolsa o de sistemas transaccionales⁵⁰.

En los mercados OTC se predicen, como características fundamentales, la facultad que tienen las partes para negociar en detalle, a medida y de forma directa el contenido de las transacciones, fijando condiciones diferenciales para cada instrumento según sus expectativas financieras⁵¹.

A diferencia de los contratos que se suscriben en los mercados organizados, sometidos a taxativas reglas de normalización, transparencia, aseguramiento de las liquidaciones a través de Cámaras de Compensación, régimen de garantías y demás, en los mercados sobre el mostrador sus intervinientes pasan de cumplir tales requerimientos y se someten a sus propios preceptos⁵², lo cual no quiere

⁴⁹ *Ibíd.*, p. 22.

⁵⁰ *Ibídem.*

⁵¹ SALAZAR, Germán. Mercado de derivados. *En*: Carta financiera ANIF. Enero–Marzo, 2008, no. 141, p. 23. Disponible en línea: <<http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/F98C9D81-B508-4ED2-8C02-D135C76212EC/3912/Mercadodederiva...>> [Consulta, 12 de Noviembre de 2011].

⁵² TÉLLEZ, Cecilia, DE LA TORRE, Antonio y TRUJILLO, Antonio. Desarrollo histórico y perspectivas futuras de los mercados financieros derivados OTC. *En*: Documentos de Trabajo, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica Del Perú. Octubre, 1998, no. 151, p. 3. <<http://>

decir que estén facultados para violar las normas imperativas del ordenamiento respectivo, simplemente cuentan con mayor margen de maniobra para la configuración de sus acuerdos.

1.3 LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS.

El **instrumento financiero** es el producto de la relación financiera. Entendiéndose como tal el tipo de contrato que representa un activo financiero en una entidad y, en contrapartida, un pasivo financiero o un instrumento de capital en otra⁵³. Algunos instrumentos aparecen en escena como valores que emite una unidad económica ávida de liquidez, y que pone a circular en el mercado. Su comprador adquiere la calidad de acreedor, mientras que el emisor se convierte en el deudor del acuerdo. Otros nacen a partir de formas de crédito diferentes, pero, en todo caso, dependiendo de la posición que ostenta el sujeto, el instrumento puede ser un **activo** o un **pasivo** financiero. Comúnmente los apelativos activo financiero – *financial asset*– e instrumento financiero –*financial instrument*– se emplean indistintamente. En ambos casos, se trata de un «activo intangible que representa un derecho legal sobre un beneficio futuro»⁵⁴. En el mercado, los más frecuentes son aquellos que dan a su dueño la facultad de exigir una suma de dinero⁵⁵. No

departamento.pucp.edu.pe/economia/images/documentos/DDD151.pdf> [Consulta, 17 de Octubre de 2011].

⁵³ Numeral 2.13. Capítulo XVIII – Instrumentos financieros derivados y productos estructurados. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular Externa Número 100, noviembre de 1995. Circular Básica Contable y Financiera. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.superfinanciera.gov.co>>

⁵⁴ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 403.

⁵⁵ “No debe entenderse que necesariamente un activo financiero adquiere tal carácter si y sólo si da a su tenedor la posibilidad de reclamar en el futuro una suma de dinero, pues existen activos financieros, tales como algunos títulos valores que además de dar a su tenedor la posibilidad de reclamar una futura suma de dinero, otorgan al mismo derechos políticos, como es el caso de las acciones en general y algunos bonos de deuda, cuando el emisor se encuentra sometido a un proceso de reestructuración

son necesariamente títulos valores, también comprenden los contratos donde a cualquiera de las partes, o a todas, les asiste la garantía de reclamar una suma de dinero, tal y como ocurre, por ejemplo, en los contratos de crédito⁵⁶.

Insistimos al decir que el activo no es más que una de las dos caras posibles del instrumento financiero. Teniendo en cuenta las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)⁵⁷, obsérvense las posiciones desde las que se puede examinar un instrumento:

Un activo financiero es cualquier activo que posea una de las siguientes formas:

(a) Efectivo;

(b) Un instrumento de patrimonio neto de otra entidad;

(c) Un derecho contractual:

(i) a recibir efectivo u otro activo financiero de otra entidad; o

(ii) a intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad, en condiciones que sean potencialmente favorables para la entidad; o

(d) Un contrato que sea o pueda ser liquidado utilizando instrumentos de patrimonio propio de la entidad, y sea:

(i) un instrumento no derivado, según el cual la entidad estuviese o pudiese estar obligada a recibir una cantidad variable de los instrumentos de patrimonio propio, o

(ii) un instrumento derivado que fuese o pudiese ser liquidado mediante una forma distinta al intercambio de una cantidad fija de efectivo, o de otro activo financiero, por una cantidad fija de los instrumentos de patrimonio propio de la entidad. Para esta finalidad, no se incluirán entre los instrumentos de patrimonio

económica". MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Op. cit., p. 8.

⁵⁶ *Ibíd.*, p. 1.

⁵⁷ Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) o IFRS (*International Financial Reporting Standards*) son normas contables elaboradas por el *International Accounting Standards Committee* (IASB) entre 1973 y 2001. Suponen un manual contable, acogido, por demás, por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board* conocido como IASB por sus siglas en inglés), organismo privado con sede en Londres. Para Información adicional, véase [En línea]: <<http://www.ifrs.org>>; <http://es.wikipedia.org/wiki/Normas_Internacionales_de_Contabilidad>; <http://es.wikipedia.org/wiki/Normas_Internacionales_de_Información_Financiera>; <http://en.wikipedia.org/wiki/International_Accounting_Standards_Committee> [Consultados, 05 de Diciembre de 2011].

propio de la entidad aquéllos que sean, en sí mismos, contratos para la futura recepción o entrega de instrumentos de patrimonio propio de la entidad.

Un pasivo financiero es cualquier pasivo que presente una de las siguientes formas:

(a) Una obligación contractual:

(i) de entregar efectivo u otro activo financiero a otra entidad; o

(ii) de intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad, en condiciones que sean potencialmente desfavorables para la entidad; o

(b) Un contrato que sea o pueda ser liquidado utilizando los instrumentos de patrimonio propio de la entidad, y sea:

(i) un instrumento no derivado, según el cual la entidad estuviese o pudiese estar obligada a entregar una cantidad variable de instrumentos de patrimonio propio; o

(ii) un instrumento derivado que fuese o pudiese ser liquidado mediante una forma distinta al intercambio de una cantidad fija de efectivo, o de otro activo financiero, por una cantidad fija de los instrumentos de patrimonio propio de la entidad. Para este propósito, no se incluirán entre los instrumentos de patrimonio propio de la entidad aquéllos que sean, en sí mismos, contratos para la futura recepción o entrega de instrumentos de patrimonio propio de la entidad⁵⁸. (Cursivas, negrilla y subrayado presentes en el texto original).

Los instrumentos se caracterizan por su grado de liquidez, en consonancia con la facilidad de su conversión en dinero, en el nivel de riesgo, según la solvencia del emisor y sus garantías y en la capacidad de generar intereses u otra clase de rendimientos (rentabilidad)⁵⁹.

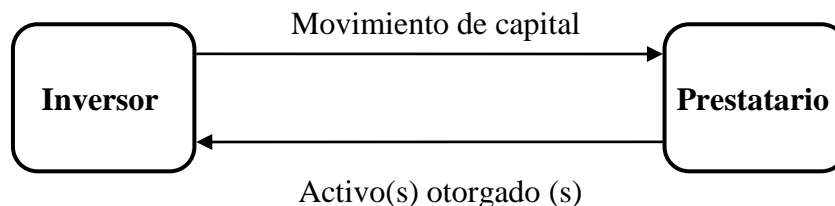
Así planteados, los instrumentos financieros pueden ser primarios (como cuentas

⁵⁸ INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. Norma Internacional de Contabilidad no. 32 (NIC 32). Norma revisada, s.l.: INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, 2006. p. 4. Disponible en línea: <<http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/NIC32.pdf>> [Consulta, 05 de Diciembre de 2011].

⁵⁹ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 27.

a cobrar, a pagar o instrumentos de patrimonio⁶⁰) o instrumentos derivados (opciones financieras, futuros y contratos a plazo, *swaps* de tipo de interés y de divisas, entre otros)⁶¹. En este orden, un instrumento puede cumplir una de dos funciones. La primera, ya vista, consiste en términos generales en «permitir la transferencia de recursos de agentes superavitarios, es decir, aquéllos agentes que tienen ahorro, hacia los agentes deficitarios, es decir, aquéllos agentes que no tienen ahorro o, que teniéndolo, no alcanzan a suplir sus necesidades con sus propios recursos»⁶². Tal función la desarrollan, particularmente, los instrumentos de la primera clase. La siguiente, consiste en cubrir y redistribuir riesgos y, como tal, cobija a los instrumentos de la segunda variedad: *los derivados financieros* (los cuales veremos desde el capítulo tercero, previo análisis de la teoría del riesgo).

Figura 5. Función del activo financiero.



Fuente: Elaboración propia.

⁶⁰ “Un instrumento de patrimonio es cualquier contrato que ponga de manifiesto una participación residual en los activos de una entidad, después de deducir todos sus pasivos”. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. Norma Internacional de Contabilidad no. 32 (NIC 32). Op. cit., p. 4.

⁶¹ Ver apéndice, apartado GA 15. *Ibíd.*, p. 16.

⁶² MENDOZA ÁLVAREZ aclara, además, que “muchas veces los agentes emisores no son necesariamente deficitarios, pues teniendo suficientes ahorros, acuden al mercado financiero con el fin de tomar recursos de deuda y disminuir el costo de capital, tanto de proyectos, como de empresas. Esta es una teoría de economía financiera que sugiere la disminución en el costo del capital mediante el uso de deuda, pues el servicio a la deuda no está gravada con impuestos como si lo está el capital. Es decir, en un mundo con impuestos es mucho más barato acudir a la deuda que a recursos de capital, puesto que no tendrían que hacerse erogaciones por concepto de impuestos sobre la Utilidad Antes de Impuestos e Intereses (UAI-EBIT) o Utilidad Operativa; sin embargo, la deuda acarrea otros componentes no medibles cuantitativamente, como es el riesgo de liquidación. Teniendo en cuenta la magnitud de tal riesgo, las empresas se ven obligadas a acudir, en un buen porcentaje, a los recursos de capital para el financiamiento de las empresas y proyectos. Esta es una teoría realizada por los Premios Nóbel en economía Merton Miller y Franco Modigliani, quienes fueron premiados en gran parte su por sus aportes a la teoría de estructura de capital”. MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Op. cit., p. 8–9.

2. EL RIESGO

El prisma económico fundamental de un derivado financiero es el cubrimiento de los riesgos a que resultan expuestos los capitales, frente a cualquier tipo de negociación. Dos grandes grupos de riesgos salen a flote: Un riesgo cuya asunción es obligatoria, el del mercado, y otro que depende de la solvencia moral y económica de la contraparte con quien se negocia, el riesgo de crédito.

En efecto, las transacciones entre los miembros de la economía pueden resultar perjudicadas por una multitud de factores que tienden a salir de su control. Por lo que no es posible realizar una lista taxativa de todos los riesgos ajenos a las negociaciones, no obstante, si es necesario decir que existen algunos comúnmente identificados, como los riesgos operacionales, los jurídicos, los derivados de factores políticos o de infracciones a la Ley.

Conviene revisar detenidamente cada uno de los riesgos mencionados, puesto que ellos constituyen el motor mismo de buena parte de la negociación de productos derivados y, por supuesto, la razón de ser del mercado de cobertura. Tal conocimiento permite socavar las bases para abordar de forma concreta en punto de cada una de las características contractuales y, con ellas, las formas y el modelo de contratación. En otras palabras, con estas herramientas lograremos abordar el estudio de los derivados financieros tanto en sus aspectos generales como particulares, así como aquellos que tocan en punto de su negociación y contratación.

2.1 TEORÍA.

Según la REAL ACADEMIA ESPAÑOLA⁶³ el riesgo⁶⁴ puede definirse como la «contingencia o proximidad de un daño», es decir, como la posible ocurrencia de un evento respecto del cual se espera, ante su efectiva materialización, el advenimiento de un resultado potencialmente gravoso.

Sin embargo, cuando se estudia la teoría del riesgo en el derecho civil, ocurre que ella fluye principalmente dentro del establecimiento de las formas y métodos para declarar y reparar el daño causado a una persona que, en principio, no tenía que soportarlo. Por tal razón, y en consideración a la materia que nos ocupa, esa perspectiva resulta un tanto inadecuada, no obstante ser aquella la regla general, debido a que también es cierto que no toda merced al riesgo genera *per se* una expectativa resarcitoria. Aquí el riesgo toca con el sobrevenir de un hecho, si bien no necesariamente desastroso, por lo menos perjudicial, sin que esta afirmación signifique la eliminación de los demás supuestos desde los que se fundamenta y aplica la teoría del riesgo.

Así las cosas, un acercamiento a lo que podríamos denominar una perspectiva legal del riesgo, por mención directa, si bien ligada al contrato de seguro, la hallamos en nuestro Código de Comercio. De acuerdo con el artículo 1054 denominase «riesgo el suceso incierto que no depende exclusivamente de la voluntad del tomador, del asegurado o del beneficiario, y cuya realización da origen a la obligación del asegurador. Los hechos ciertos, salvo la muerte, y los físicamente imposibles, no constituyen riesgos y son, por lo tanto, extraños al contrato de seguro. Tampoco constituye riesgo la incertidumbre subjetiva respecto

⁶³ Véase [En línea], <<http://www.rae.es>>

⁶⁴ Del it. *risico* o *rischio*, y este del ár. clás. *rizq*, lo que depara la providencia. Ibíd.

de determinado hecho que haya tenido o no cumplimiento»⁶⁵. En otras palabras, se discute i) la presencia de un hecho **incierto**, ii) ajeno a la voluntad, iii) excluyente de las situaciones ciertas y de las que son claramente imposibles, y iv) de las circunstancias ya acaecidas frente a las que no se posee conocimiento de su efectiva o no realización; desde estos componentes se infiere el concepto de **incertidumbre**⁶⁶, que entra a comportarse como elemento clave de su esencia; *mutatis mutandi*, dichas nociones se aplican en el campo de la economía y el de las operaciones financieras.

En cuanto a lo primero, SARMIENTO LOTERO y VÉLEZ MOLANO⁶⁷ afirman que, en la teoría económica, la oferta y la demanda son las sustancias catalizadoras del mercado. No obstante, la realidad de los negocios involucra riesgos, es decir, el enfrentamiento a situaciones inciertas. Fluctuaciones en la oferta y en la demanda, la inestabilidad de los precios (tierra, trabajo, maquinaria, combustibles, etc.), desastres naturales, inclusive, las mismas crisis financieras, son algunas de las eventualidades a prever, esto sin contar las actitudes de la competencia, que también se ve avocada a las contingencias de la economía y al acaecimiento de situaciones extremas (desastres naturales, golpes de estado, entre otras).

⁶⁵ COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 410. (27, marzo, 1971). Por el cual se expide el Código de Comercio. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1971. no. 33.339. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariasenado.gov.co>>

⁶⁶ Personalmente, asociamos la incertidumbre como la posición generada ante la posible ocurrencia o no de un hecho, el cual resulta incierto, potencialmente perjudicial. Riesgo e incertidumbre no son términos equivalentes, relacionamos las nociones con propósito simplemente ilustrativo; debemos manifestar, por tanto, que en otras ramas del conocimiento se manejan complejas consideraciones teóricas, así, por ejemplo, “Para [Frank] Knight, cuando se presenta una situación en la cual existe, se conoce y se puede calcular probabilidades sobre un evento bajo una distribución de probabilidad (probabilidad objetiva), se presenta lo que se denomina riesgo; en cambio cuando no se puede calcular las probabilidades numéricas existe incertidumbre. Sin embargo para ambos casos Knight, concluyó que el individuo siempre tendrá unas probabilidades subjetivas o personales, que están en función de sus expectativas racionales. Por lo tanto el problema de una economía en incertidumbre será el conocer la distribución de probabilidades de un hecho para que la incertidumbre se le convierta en riesgo”. KNIGHT, Frank. *Risk, Uncertainty and Profit* (1921). Citado por SARMIENTO LOTERO, Rafael y VÉLEZ MOLANO, Rodrigo. *Teoría del riesgo en mercados financieros: Una visión teórica*. En: Cuadernos Latinoamericanos de Administración, Enero–Junio, 2007, vol. 2, no. 4, p. 27.

⁶⁷ *Ibíd.*, p. 27.

Situaciones que conducen inevitablemente hacia la búsqueda de una posición de resguardo o protección frente al riesgo. En la teoría económica, hasta cierto punto la concepción del riesgo va aparejada a la de incertidumbre, pudiendo interpretarse como «el peligro de pérdida al cual se enfrenta el capitalista ante la incertidumbre sobre el porvenir de la actividad económica en la que invierte»⁶⁸. En este orden de cosas, la visión de resguardo se exterioriza como una reacción normal ante la ansiedad que produce la imagen de un posible menoscabo al estado de bienestar. Acá surgen los mecanismos de cobertura, los cuales van desde el contrato de seguro hasta los contratos de derivados, altamente especializados, que ofrece la actividad financiera.

Ya en el siguiente renglón, CUELLAR⁶⁹ refiere que en el ámbito financiero normalmente el riesgo está sujeto a dos acepciones. «La primera define el riesgo como la volatilidad de las utilidades. Su control consiste en reducir las fluctuaciones de la rentabilidad del negocio. Este es el enfoque que generalmente utilizan los accionistas y los inversionistas para juzgar el comportamiento de una entidad»⁷⁰. En la segunda, está dado por los acaecimientos que en parte ya tratamos, es decir, «por las pérdidas esperadas y no esperadas que se pueden producir por eventos tales como el incumplimiento de la contraparte (deudores o emisores de títulos valores), fluctuaciones de precios, errores operativos y legales, y problemas de liquidez, para mencionar sólo las categorías más relevantes. En este contexto, se identifican y cuantifican cada uno de los riesgos específicos (de crédito, de mercado, operacional y de liquidez) en forma independiente»⁷¹. Acá los derivados encajan más, la razón es notoria. Conjuntamente, juzgamos que hasta

⁶⁸ *Ibíd.*, p. 28.

⁶⁹ CUELLAR, María Mercedes. Discurso de instalación del Octavo Congreso de Riesgos Financieros. *En*: Congreso de Riesgos Financieros (8: 19–20, Noviembre, 2009: Cartagena de Indias). s.p., p. 1. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/780058.PDF>> [Consultado, 10 de Noviembre de 2011].

⁷⁰ *Ibíd.*

⁷¹ *Ibíd.*

cierto punto su utilización permea favorablemente lo dispuesto en la primera significación. Una deliberación sutil nos demuestra que las utilidades están, en determinada escala, en función de las variables que los instrumentos cobijan: dependen, igualmente, del buen manejo que se dé al crédito, de contar con materias primas a buen precio, de vender efectivamente las unidades producidas, entre otras. Por lo que el control del derivado alcanza a equilibrar un tanto el nivel de volatilidad de las ganancias proyectadas.

La segunda acepción explica, así mismo, por qué en nuestro país el supervisor se ha preocupado por identificar los riesgos específicos, llegando con ello a limitar o prohibir prácticas, creando listas en las que dice cuales operaciones no están permitidas o en las que fija barreras para otras que prudentemente las necesitan, topes que, obviamente, no se pueden sobrepasar: los que limitan la concentración tanto de crédito como de riesgos, los que determinan la participación máxima de expresos títulos en los portafolios de inversión, así como la inversión en el capital de otras instituciones o de su inversión en activos fijos, son ejemplos de esta última categorización⁷².

Además, por mucho tiempo el mapa de riesgos de las entidades financieras se enfocaba con mayor fuerza entorno a los riesgos de crédito y de mercado, esto a la hora de calcular las repercusiones que los mismos tenían frente al funcionamiento normal de la empresa⁷³; con la identificación de otros riesgos, se comenzaron a formular complejos modelos y técnicas de administración. En Colombia, los modelos para identificar y cualificar riesgos fueron exigidos desde principios de los noventas. CUELLAR recuerda que en el país «el modelo de riesgo

⁷² *Ibídem.*

⁷³ SATIVA AVENDAÑO, Arley. El Acuerdo Basilea II: el riesgo operativo y su adecuación normativa en el sistema financiero colombiano. *En*: ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto, *et al.* Regulación financiera y bursátil y derechos del consumidor. Medellín: Biblioteca Jurídica DIKÉ; Colegio de Abogados de Medellín; Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia; Universidad Externado de Colombia, 2007, p. 136.

de crédito fue el primero, seguido por el de mercado, el operacional, el de lavado de activos y financiación del terrorismo, y, por último, el de liquidez»⁷⁴.

Las entidades del sector financiero cuentan con amplios manuales, técnicas y procedimientos para el manejo y control de riesgos. Los derivados financieros son, entonces, una estrategia adicional altamente vigilada y seriamente desarrollada dependiendo de la línea de negocio. Todo el trabajo de la entidad se enfoca, en últimas, en la gestión del riesgo. Por ello la variedad de herramientas con las que cuenta y constantemente desarrolla el sistema financiero.

Todo diseño tiene como objeto directo una variedad de riesgo. Aplicando tal aclaración, pasamos a enumerar los más significativos, previa anotación adicional.

2.2 VARIEDADES.

Abreviando lo visto, es a partir del análisis de las variaciones de los fenómenos que se comportan de modo no predecible que se ha estructurado, con el empleo de herramientas de estadística, financieras y matemáticas, la teoría del riesgo. Teoría en la que se intenta ubicar la distribución de probabilidad de pérdida a que se expone un inversor al momento de comprar o negociar con instrumentos financieros⁷⁵. Razón por la cual se hace menester el diseño e implementación de mecanismos de cobertura.

Ahora bien, los riesgos pueden identificarse y asignarse, pero tal labor difiere de

⁷⁴ CUELLAR, María Mercedes. Op. cit., p. 2.

⁷⁵ BAEZA SOTO, Laura Ingrid, GUZMÁN VALERO, Ingrid y NAVARRO ARAYA, Maribel. Estrategias de Inversión en el Mercado de CD's. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra-IDEDEC, 2006, p. 4. <http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/05_01_cds.pdf> [Consultado, 03 de Enero de 2012].

acuerdo con el sector que se estudia. Por ende, varían de tanto en tanto según circunstancias, propósitos e hipótesis específicas. Aquí se examinan desde la perspectiva financiera, aclarándose que las consideraciones expuestas sirven, en todo caso, de referente y son aplicables en las labores que adelantan otras instituciones o empresas. Se podrá observar, por lo demás, que varios de ellos no son susceptibles de cobertura mediante el empleo de operaciones con derivados, o, de ser el caso, con dichas operaciones no es posible cubrir otras contingencias. Inclusive, el uso de cada derivado trae consigo sus propios riesgos. Detalles que exigen una perspectiva global, ya que de nada serviría derrochar energía y cuidado en unos cuantos, quizá pertinentes, dejando en las sombras a todos los demás.

2.2.1 RIESGO DE MERCADO.

Market, or systematic, risk. Esta es una de las dos categorías más importantes susceptible de cubrimiento mediante el empleo del sistema de derivados: En ella, se encuentran aquellos riesgos que en su mayoría provienen de circunstancias exógenas que perturban la estabilidad del contrato respecto del cual se requiere protección. De forma general se enuncian como riesgos del mercado, riesgos sistemáticos o riesgos no diversificables (lo que no significa que sea imposible manejarlos) y se desglosan a partir de las constantes fluctuaciones macroeconómicas que se presentan en el mercado, razón por la cual no son diversificables, ya que son comunes a todos los activos y a las inversiones que se concretan en una plaza en particular⁷⁶. Entre ellos, como manifiesta MENDOZA ÁLVAREZ⁷⁷, están los siguientes:

⁷⁶ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Op. cit., p. 10–11.

⁷⁷ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Diciembre, 2005, no. 35, p. 121–122. Disponible en línea: <<http://derechoprivado.uniandes.edu.co>> [Consultado, 15 de Noviembre de 2011].

2.2.1.1 RIESGO DE TASA DE INTERÉS.

Interest rate risk. Abarca el escenario donde la probabilidad de fluctuar, durante el paso del tiempo, está presente en las tasas de interés. Pudiendo la variación perturbar la relación económica que se predica del contrato de crédito, menoscabándose el valor del activo financiero por el aumento en las tasas de interés⁷⁸.

2.2.1.2 RIESGO DE TASA DE CAMBIO.

Exchange–rate, or currency, risk. Aquí se analizan las repercusiones ante la devaluación o el aumento en el valor de una divisa. Afectando la variación a los agentes que pactaron obligaciones en moneda extranjera. Para comprender el riesgo, a continuación enunciamos dos sencillos ejemplos:

- I. Un importador colombiano se obliga a cancelar el precio de las mercancías que trae a la nación en euros (€) a favor de un distribuidor del país. Una depreciación de la tasa local (COP) le involucraría mayores costos al momento de adquirir divisas para el cumplimiento de sus prestaciones (si está autorizado para satisfacer sus acreencias en moneda nacional, la relación de conversión implica el mismo gasto). En el caso contrario, será el distribuidor quien soporte la merma que, en sus ganancias, le supondría el fortalecimiento de la moneda nativa, dada la pérdida de poder adquisitivo al que se enfrenta la divisa extranjera.
- II. Un exportador japonés acuerda con un inversionista alemán que el precio de sus productos será cancelado con Yenes (¥), su moneda local. En este caso, el inversionista extranjero asume el riesgo ante la fluctuación de la tasa de cambio pactada, pues debe conseguir divisas suficientes para adquirir los productos. El exportador no asume riesgo de cambio, pues siempre recogerá

⁷⁸ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 11.

las mismas cantidades de moneda.

2.2.1.3 RIESGO DE INFLACIÓN.

Inflation, or purchasing–power, risk. Supone que las proyecciones inflacionarias superan las expectativas. Esto aparece como consecuencia «un aumento de las tasas de interés, de las tasas de descuento y, por tanto, la desvalorización de las inversiones»⁷⁹. E igualmente, comprende la merma en el poder adquisitivo de los flujos de caja previstos a ser recibidos en el futuro⁸⁰.

2.2.1.4 RIESGO DE PRECIO DE OTROS ACTIVOS.

Involucra la contingencia tocante a que un producto pierda estimación o se valore en el mercado. «Entre estos productos se encuentran las acciones, los bonos, los índices bursátiles y los *commodities* (productos básicos)»⁸¹.

2.2.2 RIESGO DE CRÉDITO.

Credit risk. Tan antiguo como la banca misma, es la segunda categoría más importante en materia de riesgos, se precisan desde el aspecto endógeno de la relación, se llaman riesgos de crédito y, continuando con MENDOZA ÁLVAREZ, comprenden:

2.2.2.1 RIESGO DE INCUMPLIMIENTO.

Default risk. Es aquel donde se está a la merced por la falta de empeño y cumplimiento de la parte contraria de una relación contractual. En otra forma de decirlo, implica el no cumplimiento de la prestación a que se encuentra sujeta la

⁷⁹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p. 121.

⁸⁰ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 426.

⁸¹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p. 121.

contraparte, es a raíz de ello que también se le conoce como riesgo de contraparte⁸².

2.2.2.2 RIESGO DE PRIMA DE CRÉDITO.

En el sector bursátil los títulos pueden ser objeto de análisis por una entidad calificadora, quien establece un grado de riesgo de crédito (probabilidad de impago), según las condiciones del emisor y de la emisión. Así, mientras más baja sea la calificación mayor será el valor del interés que el mercado demande. Dicha tasa se denomina prima de crédito. El peligro radica en que pueda cambiar la calificación durante la maduración del título, generándose un aumento o deprecio de su valor en el mercado secundario.

2.2.3 RIESGO DE LIQUIDEZ.

Liquidity risk. Toca en lo que se refiere a la facilidad con que se puede vender en el mercado un activo financiero, preferiblemente a bajos costos de transacción y en un plazo corto de tiempo: entre más difícil sea su liquidación, más alta es la rentabilidad que se exige para su adquisición⁸³.

Algunos autores lo denominan riesgo de financiación y lo relacionan desde otro aspecto, concretamente, desde la posibilidad de que la unidad productiva atraviese dificultades al momento de obtener recursos para el cumplimiento de sus obligaciones, asociadas con los instrumentos financieros⁸⁴.

⁸² *Ibíd.*, p. 122.

⁸³ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. *Op. cit.*, p. 15.

⁸⁴ BONÀS PIELLA, Arianna, *et al.* Riesgo de crédito amenaza u oportunidad. Análisis e implementación de los *credit default swaps*. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2007, p. 9. Disponible en línea: <http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/06_09_riesgo_credito.pdf> [Consultado, 03 de Enero de 2012].

2.2.4 RIESGO OPERACIONAL.

Operational risk. Las entidades financieras emplean el documento titulado **Convergencia internacional de medidas y normas de capital**, mejor conocido como **Basilea II**⁸⁵, como guía al momento de comprender esta variedad de riesgo. Esto se explica así porque antiguamente el riesgo operacional se encontraba incluido de forma implícita en otra clase de riesgos (como el crediticio o, inclusive, en el de mercado), lo cual suscitaba varias preocupaciones ya que no se manejaba consenso al respecto. Siempre se gestionaba de modo inconsciente, pero con la globalización y el adelanto imparable de la tecnología fue visto como un problema notable, para la seguridad y estabilidad patrimonial de las empresas del sistema financiero⁸⁶.

Como resultado, desde Basilea II se le otorga un tratamiento diferencial al riesgo operativo, entendido como «el riesgo de pérdida debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos»⁸⁷. En palabras sencillas, es la posibilidad de que se cometan errores o existan circunstancias que afecten el adecuado funcionamiento de la empresa.

El riesgo operacional envuelve el riesgo legal o riesgo jurídico, pero excluye, a la vez, el riesgo estratégico y el reputacional⁸⁸.

⁸⁵ Basilea II hace parte de los Acuerdos de Basilea: documentación que contiene recomendaciones sobre legislación y regulación bancaria, elaborada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, organización que reúne a diversas autoridades en un foro internacional de cooperación en materia de supervisión bancaria. Para Información adicional, véase [En línea]: <<http://www.bde.es/webbde/es/supervision/internacional/bcbs.html>>; <http://es.wikipedia.org/wiki/Basilea_II>; <http://es.wikipedia.org/wiki/Comit%C3%A9_de_Basilea>; [Consultados, 02 de Enero de 2012].

⁸⁶ SATIVA AVENDAÑO, Arley. Op. cit., p. 135–136.

⁸⁷ COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA. Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Basilea (Suiza): Banco de Pagos Internacionales, 2004, p. 128. Disponible en línea: <<http://www.bis.org/publ/bcbs107esp.pdf>> [Consultado, 02 de Enero de 2012].

⁸⁸ *Ibidem*.

2.2.4.1 RIESGO JURÍDICO.

Legal risk. Como parte del riesgo operacional, se circunscribe a aquellos casos donde el menoscabo para la entidad surge por circunstancias de orden positivo, como lo serían cambios en la legislación, incongruencia o retraso normativo, errores en la contratación⁸⁹ y decisiones litigiosas adversas⁹⁰.

Dentro de esta clase de riesgo se encuentra el **riesgo fiscal**, que hace referencia a las reformas en el tratamiento tributario de un país, que pueden afectar de una u otra manera la utilidad esperada de un específico activo financiero⁹¹.

2.2.5 RIESGO PAÍS.

Hace mención a las dificultades políticas y de manejo estatal⁹². Es objeto de variadas distinciones, pudiéndose concebir como⁹³: i) la probabilidad de que un determinado país fracase al momento de albergar moneda extranjera suficiente para cumplir sus obligaciones con acreedores foráneos (ZOPOUNIDIS y PARDALOS,

⁸⁹ v. g., "... la posibilidad legal de que los valores o activos financieros no tengan validez jurídica, ya sea porque el contrato carece de validez jurídica, o porque no se cumplen con los requisitos mínimos de contenido de acuerdo a las normas sobre títulos valores, o porque no se cumplieron las formalidades para su emisión de acuerdo a las normas del mercado público de valores, o porque el sistema jurídico es débil significando con ello que no protege los derechos de propiedad con la rigurosidad necesaria en el mercado financiero". MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 13.

⁹⁰ "A su vez, se ha acotado que el Riesgo Legal "incluye, entre otros, la posibilidad de ser sancionado, multado u obligado a pagar daños punitivos, como resultado de acciones supervisorias o de acuerdos privados entre las partes". USTÁRIZ GONZÁLEZ, Luis Humberto. Principales recomendaciones del comité de Basilea en supervisión bancaria. En: ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto, *et al.* Regulación financiera y bursátil y derechos del consumidor. Medellín: Biblioteca Jurídica DIKÉ; Colegio de Abogados de Medellín; Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia; Universidad Externado de Colombia, 2007, p. 22.

⁹¹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 13.

⁹² BONÀS PIELLA, Arianna, *et al.* Op. cit., p. 9.

⁹³ DÍAZ TAGLE, Sebastián, GALLEGO CHECA, Alicia y PALLICERA SALA, Neus. Riesgo País en Mercados Emergentes. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2007–2008, p. 4. Disponible en línea: <http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/07_01_riesgo_pais_en_mercados_emergentes.pdf> [Consultado, 03 de Enero de 2012].

J.); ii) las potenciales pérdidas financieras producto de los problemas del ambiente político y macroeconómico de un país (CALVERLEY); iii) el grado de estabilidad política y económica de una nación; iv) la sobretasa a cancelar por un estado entre la diferencia de una canasta de bonos del país en cuestión y el bono del Tesoro Americano; entre otros.

En estas circunstancias, el riesgo país comprende varias contingencias. DÍAZ TAGLE, GALLEGO CHECA y PALLICERA SALA citan las siguientes:

- **Riesgo Político:** De acuerdo con Levy (1997), el riesgo político mide la posibilidad de confiscación y expropiación, considera la posibilidad de restricciones a la repatriación de capitales, así como guerras, revoluciones e insurrecciones.

- **Riesgo Soberano:** Es el riesgo que surge cuando se opera directamente con el gobierno y las administraciones públicas de un determinado país. Es la posibilidad de que un estado repudie parcial o totalmente su deuda, es decir, que amparado en la imposibilidad de ser demandado judicialmente, resuelva definitivamente incumplir con el pago o decida suspender el servicio de la deuda de manera transitoria (moratoria) con la consiguiente renegociación de las condiciones bajo las que se contrató.

- **Riesgo de Transferencia o Liquidez:** Se refiere a la posibilidad de que un deudor no pueda hacer frente a sus compromisos financieros (aunque disponga de fondos para hacerlo), como consecuencia directa de restricciones oficiales que lo impidan.

- **Riesgo Macroeconómico:** Está relacionado con el riesgo de que un prestatario no pueda servir su deuda debido a problemas en el marco económico en el que se lleva a cabo su actividad (crisis general)⁹⁴.

2.2.6 RIESGO DE CORRUPCIÓN.

En un concepto amplio, la corrupción puede entenderse como la práctica

⁹⁴ Ibídem.

adelantada por el (los) miembro (s) de una entidad (pública o privada) quien, en virtud de su cargo o medios, se vale de ella para derivar un provecho indebido. En la actividad financiera puede asumir dos formas: el uso de la empresa con propósitos ilícitos o por simple corrupción interna. Citando a CASTELLANOS:

En el primer caso, la gestión de riesgos se basa en políticas adecuadas de conocimiento del cliente con el fin de evitar que la respectiva entidad administre cuentas con recursos asociados con actividades ilegales que pueden repercutir en daños reputacionales para las entidades financieras. En el segundo caso, las entidades financieras deben valorar los riesgos de sus propias actividades, productos y servicios para desarrollar programas y medidas adecuadas para mitigar los riesgos de actividades de corrupción que puedan surgir dentro de la entidad⁹⁵.

2.2.7 RIESGO CATASTRÓFICO.

Comprende la ocurrencia de desastres, sean estos naturales⁹⁶ o de otro tipo. Axioma que demuestra los rumbos que históricamente ha tomado su definición: por un lado, se encuentran aquellas originadas en las ciencias de la tierra, en las que se enfatiza la amenaza o el evento físico detonador del desastre. Por el otro, se ubican aquellas concepciones que rescatan lo social y económico, donde la

⁹⁵ CASTELLANOS, Daniel. Nuevas tendencias en administración de riesgos y algunas consideraciones locales. En: Semana Económica Asobancaria. Noviembre, 2011, no. 829, p. 9–10. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/1954052.PDF>> [Consultado, 15 de Diciembre de 2011].

⁹⁶ “En realidad, el desastre ‘natural’ no existe. Muchas de las amenazas son naturales y generalmente inevitables, como los ciclones, las inundaciones, las sequías y los terremotos. Estos son ‘amenazas’ en el sentido que pueden potencialmente causar daño al hombre, a las economías y al medio ambiente si éstos no se encuentran adecuadamente preparados para ellas. Un ‘desastre’ ocurre cuando una amenaza provoca devastación que deja a las comunidades e incluso a naciones enteras en la incapacidad de hacerle frente y sin ayuda alguna, como sucedió recientemente en Haití al ser azotada por el terremoto. Pero los desastres no son ni inevitables ni ‘naturales’”. UNIÓN INTERPARLAMENTARIA (UIP) y ESTRATEGIA INTERNACIONAL DE LAS NACIONES UNIDAS PARA LA REDUCCIÓN DE DESASTRES (UNISDR). Reducción del Riesgo de Desastres: Un Instrumento para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Kit de Cabildeo para Parlamentarios. Traducido por Sandra Rodríguez Egger. Ginebra (Suiza): Publicado por la UIP y la UNISDR, 2010, p. 7. Disponible en línea: <http://www.unisdr.org/preventionweb/files/15711_parliamentariankitspanish.pdf> [Consultado, 03 de Enero de 2012].

ocurrencia del riesgo se asocia con las pérdidas futuras vinculadas a la materialización del evento. Es decir, se enfatiza sobre su impacto probable y no en la ocurrencia del hecho físico como tal⁹⁷.

2.2.8 RIESGO AMBIENTAL.

Environmental risk. Aquel que incide en los resultados de la empresa a raíz de las alteraciones imprevistas en el ambiente económico, escapando ellas totalmente a su control⁹⁸.

2.2.9 RIESGO REPUTACIONAL.

Es aquel donde el estado de pérdidas (abandono por parte de la clientela, caída de las ventas o procesos judiciales) se produce como consecuencia de la publicidad negativa, cierta o no, sobre la institución y sus negocios⁹⁹.

2.2.10 RIESGO DE LAVADO DE ACTIVOS Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO.

El narcotráfico y el terrorismo son las dos actividades delictivas más generalizadas en el último siglo. Aparejadas a otros actos criminales, generan graves problemas para los sectores que operan bajo el prisma de la normatividad, toda vez que los delincuentes intentan constantemente crear, manipular o infiltrarse en dichas estructuras para el desarrollo de sus objetivos, incluido el de transformar la naturaleza de sus recursos (lavado de activos) para así protegerse en un vaho de

⁹⁷ NARVÁEZ, Lizardo, LAVELL, Allan y PÉREZ ORTEGA, Gustavo. La gestión del riesgo de desastres: un enfoque basado en procesos. Lima: Secretaría General de la Comunidad Andina, 2009, p. 9. Disponible en línea: <http://www.comunidadandina.org/predecan/doc/libros/PROCESOS_ok.pdf> [Consultado, 03 de Enero de 2012].

⁹⁸ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 426.

⁹⁹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 26.

legalidad.

Justamente, los diversos ordenamientos disponen de mandatos encaminados a evitar cualquier relación que tolere o promueva el quebrantamiento al orden. En este orden de ideas, se corre el peligro de sufrir lesiones al patrimonio por ser utilizada la unidad económica para la comisión de actividades delictuosas, particularmente, para el financiamiento del terrorismo y/o el lavado de activos¹⁰⁰.

2.3 MERCADO DE COBERTURA.

Tradicionalmente, el contrato de seguro es el método más extendido para resguardar al interesado frente a las posibles consecuencias negativas resultantes de la materialización de un riesgo. Sin embargo, no todos los riesgos se pueden asegurar, como los principales de crédito y de mercado, lo que da como resultado una enorme variedad de productos para la gestión de riesgos, como las titularizaciones y, especialmente, los derivados, que permiten simultáneamente empaquetar, cubrir y transferir el riesgo¹⁰¹.

Al ser así, la variedad de herramientas que ofrece el sistema financiero en su conjunto constituyen una forma de mercado: el de cobertura. Mercado que logró su mayor empuje como respuesta a las cada vez más altas volatilidades de las divisas y de las tasas de interés, que experimentaron los países industrializados hace cerca de treinta años¹⁰².

¹⁰⁰ *Ibíd.*

¹⁰¹ CUELLAR, María Mercedes. *Op. cit.*, p. 2.

¹⁰² SALAZAR, Germán. *Op. cit.*, p. 23.

Alteraciones que, ya en tiempos modernos, afectan cada vez mayores esferas del entorno económico, lo que da lugar a que sus agentes se vean obligados con más frecuencia a buscar mecanismos que les permitan un cierto control, frente a los riesgos asociados a las negociaciones que realizan¹⁰³.

Se les denomina coberturistas o *hedgers*, pues su interés al momento de celebrar un contrato derivado es resguardarse frente a los movimientos adversos del mercado¹⁰⁴. Por ejemplo, tan solo con la creación de un activo el inversionista asume el riesgo asociado con la actividad del emisor, quien, al contar con financiación, inmediatamente transfiere parte del riesgo asociado con el éxito o fracaso de su proyecto¹⁰⁵.

En suma, se le llama *hedger* a quien contrata con derivados para contar con cobertura, frente al riesgo o riesgos que encuentra prudente gestionar, propios de una relación jurídica subyacente. Es decir, son inversionistas adversos al riesgo (intentan limitarlo o evitarlo en lo posible): buscan reducirlo, inclusive, sin importar si ello significa sacrificar una parte de su rentabilidad¹⁰⁶.

Finalmente, cuando un *hedger* suscribe un contrato derivado lo que implícitamente hace es tomar una posición contraria, pero equivalente, respecto de la que se pretende proteger. En gracia de instruir, supongamos que un distribuidor de materias primas está obligado a entregar 100.000 mil toneladas de un determinado material en una fecha cierta: no obstante, luego del acuerdo tiene conocimiento de que, muy probablemente, antes del día de entrega su respectivo

¹⁰³ GÓMEZ SOTO, Jorge Alberto. Op. cit., p. 8.

¹⁰⁴ *Ibíd.*, p. 15.

¹⁰⁵ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 2.

¹⁰⁶ “Resumiendo, puede decirse que dentro del mercado financiero actúan agentes adversos al riesgo a los cuales no les importa sacrificar parte de la rentabilidad de sus inversiones, con tal de reducir la incertidumbre sobre la expectativa de unos futuros flujos de caja”. *Ibíd.*, p. 2–3.

proveedor no logrará producir las cantidades suficientes del producto. Según sus cálculos, para cumplir el contrato necesitará conseguir cerca de 10.000 mil toneladas de la mercancía. En este punto, el distribuidor se encuentra envuelto en una circunstancia incierta, pues no sabe con seguridad si su proveedor le cumplirá en la cantidad requerida. No encontrándose en una situación lo suficientemente cómoda como para comprar por aparte las unidades restantes ya que, de no materializarse el riesgo, cruzaría la delgada línea que separa el margen de utilidad del estado de pérdidas. En resumen, el distribuidor está a la merced ante el posible incumplimiento de su proveedor (riesgo de incumplimiento).

Si se mira con cuidado, la diferencia entre ejecutar debidamente o no la prestación se encuentra fuertemente vinculada a la decisión de comprar, o no, por aparte el producto y completar la carga acordada. Decisión que por su lado depende del posible o no cumplimiento del proveedor. Nótese, que dicha medida a lo que está sometida es a una condición. Entendido esto, el distribuidor puede salir al mercado y buscar una compañía que esté dispuesta y sea capaz de satisfacer su necesidad bajo tales circunstancias, simplemente, mediante la celebración de un contrato de *opción*, en la variedad de compra¹⁰⁷.

En síntesis, con el derivado en mención, ocurrido el siniestro de incumplimiento el distribuidor ejercerá su derecho a comprar, según un precio preacordado y en una fecha determinada (obviamente, previa a la fecha de entrega establecida en la relación subyacente), la mercancía restante. Por el contrario, en caso de cumplimiento simplemente se abstendría de ejercer su facultad. Obsérvese cómo, ante el posible hecho de no tener mercancía suficiente para vender, se celebra un contrato derivado donde se asume una posición contraria (comprar), para así neutralizar las posibles consecuencias negativas que resultarían del acaecimiento del suceso riesgoso.

¹⁰⁷ Consúltese el Capítulo IV para obtener mayor información sobre el contrato de opción.

3. DERIVADOS FINANCIEROS

Desde el capítulo previo, se insiste en que uno de los principales intereses que predica el orden comercial internacional es el de cobertura de riesgos, a los que se enfrentan los miembros de los mercados y que pueden provenir de condiciones adversas, como las fluctuaciones en el valor de los productos, las inestabilidades jurídicas, políticas o económicas de las naciones y demás situaciones que pueden desencadenar estados de pérdidas, para las relaciones productivas en particular y para la estabilidad de los mercados en general. Necesidad que se satisface en buena medida con la creación de instrumentos financieros derivados, tales como las opciones, los futuros, los *swaps*, entre otros¹⁰⁸.

En este orden, GÓMEZ, VÁSQUEZ y ZEA¹⁰⁹ resumen el impacto que se produce con el uso de derivados, como la facultad de retirar artificialmente los riesgos de un activo financiero. Por lo que el riesgo se redistribuye, hacia aquellas personas que, en el mercado, poseen la suficiente tolerancia al mismo. Es decir, se asigna óptimamente entre inversionistas, según sus preferencias. Beneficiándose, en el proceso, el mercado¹¹⁰: i) con mecanismos de cobertura; ii) con apalancamiento¹¹¹, por el aumento de las negociaciones mientras que se disminuye el costo del capital; y iii) con sustituibilidad entre activos.

¹⁰⁸ CASTAÑO ROBLEDO, Jorge. Contratos de opciones y futuros. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Diciembre, 1995, no. 17, p. 215. Disponible en línea: <http://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri302.pdf> [Consultado, 17 de Octubre de 2011].

¹⁰⁹ GÓMEZ, Esteban, VÁSQUEZ, Diego y ZEA, Camilo. Impacto del Mercado de Derivados en la Política Monetaria Colombiana. En: Borradores de Economía Banco de la República de Colombia. Mayo, 2005, no. 334, p. 4–5. Disponible en línea: <<http://www.banrep.gov.co/documentos/seminarios/pdf/impactoderivados.pdf>> [Consultado, 13 de Diciembre de 2011].

¹¹⁰ *Ibídem*.

¹¹¹ El apalancamiento consiste en la posibilidad de obtener financiación sin que de forma concomitante sea necesaria la disponibilidad o el desembolso de recursos.

Ahora bien, esencialmente relacionamos la negociación con derivados como parte de un sistema de administración de riesgos¹¹², pero es menester expresar que el empleo de tales instrumentos conlleva al mismo tiempo la presencia de sus propias contingencias. Aunque distan de ser riesgos nuevos¹¹³, entre otras, según MENACHEM FEDER las situaciones más importantes a enumerar consisten en que el «contrato derivado no cubra con la exactitud requerida una determinada exposición al riesgo, que el riesgo que se quería cubrir no ocurra, lo que implicaría haber incurrido en un costo innecesario y que la contraparte del contrato derivado incumpla con las obligaciones contratadas»¹¹⁴. Es por eso, que la utilización de esta clase de herramientas debe darse luego de un arduo proceso de análisis y reflexión sobre la conveniencia, el grado de utilidad y, especialmente, los posibles quebrantos a los que se expone la empresa con su contratación. Y más cuando el mercado ofrece una vasta gama de productos que tienden a enceguecer al inversionista con sus bondades, sin que llegue a reflexionar seriamente sobre las fuertes consecuencias que deberá afrontar de fallar la operación financiera.

3.1. HISTORIA.

El brote de tan especial clase de instrumentos es objeto de divergencias: como mercado es palpable su extensión a finales del siglo XIX, siendo, por el contrario, indiscutible que el empleo de figuras que asisten a igual deber se logra detallar en

¹¹² “Administración de riesgos es el proceso de identificación, valoración y control de los riesgos asociados con todas las actividades que podrían ocasionar pérdidas para una entidad”. MANTILLA B., Samuel Alberto. Control Interno de los nuevos instrumentos financieros. Una herramienta de información para considerar el COSO Internal Control–Integrated Framework en Aplicaciones de derivados. Bogotá D.C.: Ecoe Ediciones, 1998, p. 16.

¹¹³ GÓMEZ SOTO, Jorge Alberto. Op. cit., p. 5.

¹¹⁴ MENACHEM FEDER, Norman. Deconstructing Over–The–Counter Derivatives. *En*: Columbia Business Law Review, BUS. L. REV. 677, Columbia Law School, New York, 2002. Citado por MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 33.

varios puntos de la historia¹¹⁵. Más no tienen ni fecha ni lugar propio de nacimiento, ya que «su origen se dio debido a la escasez de productos agrícolas que ocasionaban los cambios climáticos»¹¹⁶.

A modo ilustrativo y sin distanciarnos tanto, en la alta Edad Media prácticas con derivados se localizan en las ferias de la Champagne¹¹⁷ y la historia reciente remonta hasta la tierra del sol naciente, donde en 1600 florece un primer mercado organizado. En ellos, se tiene mención de una serie de transacciones que en estructura y forma son el origen de los contratos de futuros, una variedad de derivado originalmente establecido para satisfacer las demandas de los agricultores y comerciantes¹¹⁸; en un paisaje donde, dependiendo de las fechas del año y de situaciones climáticas, podían verse avocados a estados de escasez o de abundancia, soportando de primera mano las fuertes fluctuaciones

¹¹⁵ SIEMS cuenta: “Según lo descrito por Aristóteles en el libro primero de su obra “Política”, el filósofo y matemático griego Tales de Mileto logró acumular una fortuna en este tipo de instrumentos. Con el fin de contradecir las atribuciones de las gentes, quienes afirmaban que su pobreza se debía a la inutilidad de la filosofía, Tales inventó un mecanismo –financiero– que hoy día entraña el principio de aplicación universal. Tenía gran habilidad de pronóstico de acontecimientos, y predijo que la cosecha de aceitunas venidera sería excepcionalmente buena. Con esto en mente, elaboró una serie de convenios con propietarios locales de molinos de aceite, colocando pequeños depósitos con cada uno de ellos, garantizando de ésta manera que él sería el primero en reclamar el uso de dichos molinos. Al llegar el momento esperado, Tales ya era un hombre rico; “Cuando llegó la estación, y al acudir una multitud en demanda apremiante y simultánea de molinos, los subarrendó en los términos que le pareció, allegando mucho dinero...” (ARISTÓTELES. Ética Nicomaquea – Política. Editorial Porrúa. México, 1996, página 69), obtuvo el derecho a utilizar primeramente los molinos para poder procesarla, con lo cual, mediante un derecho previamente adquirido, pudo controlar el fenómeno de producción monopolizando el procesamiento de la materia prima”. SIEMS, Thomas F. Los Derivados Financieros: ¿Se Justifican Nuevas Regulaciones? En: Boletín CEMLA. Enero–Febrero, 1996, vol. 42, no. 1, p. 20. Citado por MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 18–19.

¹¹⁶ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p. 117.

¹¹⁷ “...famosas por haberse convertido en el siglo XIII en el centro de intercambio comercial con más productos y servicios a ofrecer en toda Europa, promovieron la práctica de contratos a plazo, tales como los forwards sobre *commodities*, puesto que los comerciantes, en su afán de lucro, celebraban contratos según los cuales compraban una determinada cosecha o mercancía para ser entregada en un futuro y venderla en las ferias”. MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 19.

¹¹⁸ HULL, John C. Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Traducido por Vicente Morales López del Castillo. 4 ed. Madrid: Pearson Educación S.A., 2002, p. 2.

económicas.

Los agricultores sufrían pérdidas cuando en plena cosecha el valor de su mercancía descendía, mientras que llegada la carestía apenas alcanzaban a sobrellevar la hambruna ante los sobreprecios. Lo mismo vivían los comerciantes, quienes en algunas temporadas lograban obtener considerables ganancias ante la abundante demanda y la poca oferta, pero de cara al evento contrario sus pérdidas se hacían notorias. Todos estaban sometidos a situaciones de alto riesgo, los cambios de valor, el vencimiento de los productos, plagas, etc., eran tan solo unas de las situaciones a tener en cuenta. Se optó entonces por almacenar un porcentaje de la producción, para contar con cantidades suficientes de mercaderías en cada tiempo y de paso equilibrar los precios. Ya guardadas (y de acuerdo con las expectativas de mercado), se celebraron contratos para la venta y compra de los bienes en fechas futuras, lo que consentía un cierto manejo y control de riesgos, otorgando al agricultor liquidez, al comerciante una ganancia estable y a los consumidores disponibilidad de bienes a precios relativamente justos durante la mayor parte del año.

En Japón, los señores feudales mantenían constantemente saldo en sus cuentas a raíz del estilo de vida que llevaban en la corte imperial, era casi una obligación debido a sus necesidades de consumo¹¹⁹. Sin embargo, sus fuentes de ingresos variaban en función de las cosechas y, al igual que el caso anterior, por ende estaban sometidos a las mismas contingencias. Enviaron así a sus almacenes de depósito sus granos, particularmente arroz, y como paso siguiente emitieron recibos que «permitían a su tendedor acercarse al almacén de depósito en la fecha determinada y reclamar contra el recibo, la cantidad de arroz que el recibo

¹¹⁹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p.19.

mismo indicaba»¹²⁰.

La idea de esta clase de ejercicios consistía, como se alcanza a notar, en garantizar la compra o venta de bienes anticipadamente, preferiblemente a un coste prudente, previniendo así las consecuencias negativas del variar de precios que se esperaba ocurriría. En situaciones normales la oferta cubre la necesidad de consumo que se demanda, en escasez los comerciantes o distribuidores compran o exigen el derecho obrante en sus recibos, liberando las cantidades acumuladas en bodega para abastecer el mercado, en ambos casos la balanza entre demanda y oferta tiende a ser nivelada.

De cara al siglo XIX, en 1848 fue fundada en el territorio norteamericano la *Chicago Board of Trade*, con el interés de enlazar los agricultores y comerciantes; como una entidad que originalmente buscaba estandarizar las cantidades y calidades de los cereales. Su actividad, como lo señala HULL¹²¹, al cabo de unos años crearía las condiciones para la celebración del primer tipo de contrato de futuros o contrato *to arrive*.

Más adelante, con la *Chicago Board of Trade* brotaron otras instituciones, como el *Chicago Mercantile Exchange* (CME), organizadas para negociar futuros, aportando a la definición de prácticas para un mercado en expansión, en los que no solo se negocia sobre mercaderías o *commodities* sino, inclusive, sobre otra clase de bienes, como las divisas.

A raíz de lo narrado, se aprecia que en teoría los derivados no se comercializan con la idea de canalizar el ahorro hacia la inversión¹²². Aunque ligados al mercado

¹²⁰ *Ibíd.*, p. 20.

¹²¹ HULL, John C. *Op. cit.*, p. 3.

¹²² "... es claro que el simple hecho de que sean contratos a los que se les puede dar un valor económico,

financiero, los mercados de derivados se saben identificar como un escenario paralelo y suplementario¹²³, con base en la necesidad de cobertura ante las eventualidades propias de las relaciones económicas. Por tal razón su diseño se funda en la creación de condiciones de protección frente a las contingencias del mercado. Son mecanismos para la cobertura y transferencia de riesgos, he ahí su naturaleza y principal función económica.

3.2 ¿QUÉ ES UN DERIVADO FINANCIERO?

Antes de exponer una definición¹²⁴, citaremos algunos conceptos formulados en la literatura financiera y aquellos dados por las normas que sobre el tema mandan en el ordenamiento jurídico colombiano, para con ello comenzar a despejar unas cuantas dudas que comúnmente se generan y de paso poder matizar ciertas aristas:

CASTAÑO ROBLEDO: “Un valor o instrumento financiero derivado, es aquel cuyo precio depende de los precios de otras variables subyacentes; también

como puede ser valorado cualquier otro contrato, y que su valor dependa, en el caso de los derivados financieros, de un activo financiero, no da lugar a pensar que sean contratos que necesariamente cumplen una función de transferencia de recursos económicos de unos agentes superavitarios hacia otros deficitarios. Recuérdese que para que exista una operación financiera es necesario que exista la transferencia de recursos de unos agentes a otros. Los contratos derivados, por regla general, no permiten tal transferencia”. MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 28.

¹²³ *Ibíd.*, p. 17.

¹²⁴ “Crear una definición uniforme de los contratos derivados es una tarea muy compleja, sino imposible de realizar, ya que estos instrumentos abarcan operaciones de muy distinta naturaleza que están compuestos de innumerables variables que cambian de una operación a otra. De hecho, tanto reguladores como operadores temen que una regulación de estos instrumentos entorpezca el desarrollo y el crecimiento del mercado. Actualmente, la mayoría de contratos derivados consisten en operaciones supremamente sofisticadas cuyos límites están dados por la creatividad y las necesidades de los operadores económicos, tarea que se ha podido llevar a cabo por la falta de una legislación en el mercado”. MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p. 127–128. No obstante, consideramos de utilidad formular si quiera un concepto que se aproxime a las bases jurídicas, tan solo para explicar mejor el asunto.

se conocen como título o derecho contingente (*contingent claim*)...¹²⁵.

GÓMEZ P.: “Los derivados son contratos financieros cuyo valor depende del precio de un activo o de una materia prima, o de la evolución de una tasa de interés, en donde el activo, la materia prima o la tasa de interés de que depende o “se deriva” el contrato toma el nombre de subyacente”¹²⁶.

GONZÁLEZ BAHAMÓN: “Los derivados financieros son transacciones bajo las cuales las obligaciones futuras de una o más partes están relacionadas de alguna manera preestablecida con un activo o índice de mercado subyacente, pudiendo envolver la entrega de dicho activo o el pago de una suma de dinero calculada con referencia al valor del mismo (activo o índice de mercado subyacente)”¹²⁷.

LÓPEZ PASCUAL y ROJO SUÁREZ: “Un activo financiero derivado es un instrumento financiero o contrato a plazo encaminado a la realización de una transacción en un momento futuro prefijado y a un precio también establecido a priori. (...) Precisamente, el nombre de «activos derivados» se debe a que su valor depende (está derivado) del valor del activo sobre el cual se realiza el contrato (...), que se denomina **activo subyacente**”¹²⁸.

MANTILLA B.: “Los derivados son contratos financieros que derivan su valor del desempeño de activos asociados (tales como inventarios, bonos o mercancías físicas), tasas de interés o de cambio, o una diversidad de índices (tal como un índice de inventarios compuestos similar al Standar & Poor’s [S&P] 500)”¹²⁹.

TÉLLEZ, DE LA TORRE, y TRUJILLO: “Los contratos derivados son acuerdos bilaterales cuyo valor depende de otro activo o índice (bonos, divisas, materias primas, etc.), al que se denomina subyacente; es ésta dependencia la que les

¹²⁵ CASTAÑO ROBLEDO, Jorge. Op. cit., p. 217.

¹²⁶ GÓMEZ P., Javier Guillermo. Dinero, banca y mercados financieros. Los países emergentes en la economía global. México D.F: Alfaomega grupo editor, S.A. de C.V., 2010, p. 186.

¹²⁷ GONZÁLEZ BAHAMÓN, José Leonardo. La responsabilidad en la venta de derivados financieros. En: Revista de Estudios Socio Jurídicos Universidad del Rosario. Julio–Diciembre, 2007, vol. 9, no. 2, p. 143. Disponible en línea: <<http://revistas.urosario.edu.co/index.php/sociojuridicos/article/view/344/290>> [Consultado, 09 de Noviembre de 2011].

¹²⁸ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 200.

¹²⁹ MANTILLA B., Samuel Alberto. Op. cit., p. 8.

introduce cierto nivel de complejidad”¹³⁰.

DECRETO 2555 DE 2010: “Es una operación cuya principal característica consiste en que su precio justo de intercambio depende de uno o más subyacentes y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior. Dicha liquidación puede ser en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables, según se establezca en el contrato o en el correspondiente reglamento del sistema de negociación de valores, del sistema de registro de operaciones sobre valores o del sistema de compensación y liquidación. Estos instrumentos tendrán la calidad de valor siempre que se cumplan los parágrafos 3° y 4° del artículo 2° de la Ley 964 de 2005”¹³¹.

CIRCULAR BÁSICA FINANCIERA Y CONTABLE: “Es una operación cuya principal característica consiste en que su precio justo de intercambio depende de uno o más subyacentes y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior. Dicha liquidación puede ser en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables, según se establezca en el contrato o en el correspondiente reglamento del sistema de negociación de valores, del sistema de registro de operaciones sobre valores o del sistema de compensación y liquidación de valores”¹³².

Como se puede apreciar, los derivados financieros son contratos consensuales, bilaterales, onerosos, celebrados para la ejecución de sus prestaciones en una o varias fechas futuras, según condiciones previamente acordadas y con un valor y características que oscilan conforme el comportamiento de un *subyacente* o elemento de referencia. Cada derivado puede revestir uno o varios rasgos diferenciales, pero en su mayoría:

3.2.1 SON CONTRATOS.

Como todo instrumento financiero, los derivados son contratos. Por tanto, solo

¹³⁰ TÉLLEZ, Cecilia, DE LA TORRE, Antonio y TRUJILLO, Antonio. Op. cit., p. 3.

¹³¹ Artículo 2.35.1.1.1.1. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Op. cit.

¹³² Numeral 2.14. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

pueden suscribirse por personas plenamente capaces y legalmente facultadas, mediante una manifestación clara, expresa y bien informada de su voluntad. En un acto donde causa y objeto deben respetarse y mantenerse lícitas (art. 1502 CCC).

3.2.2 CONSENSUALES.

En la Ley Civil un contrato «es real cuando, para que sea perfecto, es necesaria la tradición de la cosa a que se refiere; es solemne cuando está sujeto a la observancia de ciertas formalidades especiales, de manera que sin ellas no produce ningún efecto civil; y es consensual cuando se perfecciona por el solo consentimiento»¹³³.

Si se tiene en cuenta el principio de la autonomía de la voluntad, según el cual cualquier persona puede obligarse de modo autónomo, se comprenderá que en materia de contratos civiles y mercantiles prima el carácter consensual, a menos que la Ley señale taxativamente que el tipo negocial es real o solemne. En efecto, si se pacta entre personas capaces, sobre un objeto y causa lícitas y se otorga consentimiento para ello, a menos que la Ley imponga otra cosa, se entenderá perfeccionado el acuerdo.

En materia de contratación con derivados financieros, sean reglados por leyes mercantiles o civiles, dada su atipicidad, como veremos en acápite posterior, no existe norma que indique su carácter real o solemne, por lo que es preciso indicar, de manera residual, que son contrato consensuales.

Como es sabido, el perfeccionamiento de un contrato consensual requiere de dos actos jurídicos simples: la oferta y la aceptación de la misma. Cuando se da la aceptación se supera la fase precontractual y surge el contrato mismo, el cual

¹³³ Artículo 1500. COLOMBIA. CÓDIGO CIVIL. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariasenado.gov.co>>

genera una serie de obligaciones encaminadas al cumplimiento efectivo del pacto suscrito. Por el contrario, en los contratos reales el perfeccionamiento se da con la entrega, mientras que en los solemnes con el cumplimiento de la formalidad prevista.

No obstante, como quiera que está permitido a las partes fijar solemnidades para el perfeccionamiento de contratos que en principio y por Ley son consensuales, bien puede establecerse, siguiendo en ello a MENDOZA ÁLVAREZ, que ciertos pueden configurarse como “consensualmente solemnes”¹³⁴ en cuanto permiten llegar a un acuerdo de voluntades, como así sucede en los Contratos Marco para operaciones con derivados financieros, donde el acuerdo por disposición expresa de las partes no se perfecciona sino hasta el cumplimiento de cierta solemnidad. i. e., en la contratación con derivados OTC podemos revelar, desde ahora, que la aceptación y por ende, el perfeccionamiento del pacto, se manifiesta con la suscripción de sendos documentos llamados “Confirmaciones”, las cuales son un requisito sin el cual no se entiende realizada la operación pese a que se haya celebrado el Contrato Marco. De ahí que, en estricto sentido, los contratos sobre derivados financieros sean consensuales pero sometidos a una cierta solemnidad cuyo origen es la misma voluntad de los contratantes. Por tanto, puede concluirse que son *contratos consensualmente solemnes*.

3.2.3 BILATERALES.

Comportan la participación de por lo menos dos personas que, entre sí, asumen el cumplimiento de prestaciones mutuas, que acuerdan realizar a fin de satisfacer sus respectivas necesidades financieras.

¹³⁴ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 78.

3.2.4 ONEROSOS.

En los mercados financieros es difícil encontrar un contrato donde se pacte la gratuidad o sea asumida por alguno de los extremos de la ecuación negocial. En el mundo de las finanzas, nadie compromete su patrimonio sin esperar por lo menos recibir un importe mínimo que justifique su exposición al riesgo.

3.2.5 DE EJECUCIÓN EN FECHA FUTURA.

En cualquier derivado, el cumplimiento de las prestaciones se desarrollará en una o varias fechas futuras. Por lo tanto, distan de ser convenios de ejecución instantánea. Lo cual obedece al hecho de estar todos sujetos a la suerte que pueda correr el respectivo subyacente, que le sirve de referencia; contingencia que, por sustracción de materia, inevitablemente debe ocurrir en un momento posterior al acuerdo. GONZÁLEZ y MASCAREÑAS documentan:

A diferencia de los activos financieros cuya entrega se hace en el mismo instante (o con una pequeña demora) en el que son adquiridos y que se negocian en los mercados de contado, existen otro tipo de contratos sobre activos financieros que implican su entrega en algún momento futuro del tiempo a pesar de que se hayan adquirido en la actualidad. El precio de este tipo de contratos dependerá, o derivará, del precio del activo financiero subyacente al que hacen referencia, por ello se les denomina *instrumentos financieros derivados* y, consecuentemente, a los mercados donde se negocian se les conoce como *mercados de derivados*¹³⁵.

No obstante ser contratos a plazo, el régimen jurídico nacional fijado a su alrededor no es lo suficientemente claro: el Decreto 2555 de 2010 introduce el

¹³⁵ GONZÁLEZ, Sara y MASCAREÑAS, Juan. La globalización de los mercados financieros. *En*: Noticias de la Unión Europea Universidad Complutense de Madrid. Mayo, 1999, no. 172, p. 6–7. Nota: Aunque la versión impresa del texto comprende las páginas 25 a 38, la presente y siguientes citas se originan siguiendo el paginado obrante en la edición digital, disponible en línea: <http://www.gacetafinanciera.com/MKK_Internals/GLOBALIZFINAN.pdf> [Consulta, 13 de Diciembre de 2011].

concepto de *operación a plazo*¹³⁶, prescribiendo de forma previa que las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF) y a las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Efectivo (OPCE) son instrumentos financieros derivados (artículo 2.35.1.1.1). Y lo hace sin definir estas últimas, a diferencia de lo que se planteaba en la normativa anterior. Pasando lo mismo en el caso de la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA que tampoco extiende mayor rigor sobre el contenido del asunto (como si se hacía en la derogada Resolución 1200 de 1995¹³⁷). Hechos que llevarían a concluir una aparente relación de consecuencia, pues como todo derivado es en últimas una operación a plazo (como así lo establece la doctrina en materia financiera) y dado que las OPCF y las OPCE son derivados, en principio, para el orden colombiano un derivado será si y solo si ostenta cualquiera de estas dos últimas características.

Pero la verdad es otra, porque en el país las figuras jurídicas creadas para intentar traducir la naturaleza de ciertas operaciones financieras son más confusas que claras, generándole al intérprete diversas cavilaciones que en poco o en nada confluyen con la realidad de las transacciones que se ejecutan en el sistema. Esto es así, porque las OPCF y las OPCE son productos especiales que se ofrecen en el mercado de valores y no categorías genéricas en las que se pueden encasillar las técnicas que fluyen en las relaciones adelantadas con otros derivados.

Enredo que se hace mayor cuando se sabe que dichas transacciones obtienen su nombre según la forma en que se cumple el acuerdo, cayendo en redundancia, pues la misma metodología está presente en otros instrumentos derivados: i) si

¹³⁶ “Son aquellas que no son operaciones de contado”. Artículo 2.35.2.1.2. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Op. cit. Esto significa que su compensación y liquidación no se realiza en la misma fecha –o transcurrido un lapso breve de tiempo luego– de su celebración, tal y como ocurre con las operaciones de contado (artículo 2.35.2.1.1).

¹³⁷ Artículo. 3.2.4.1. (Modificado. Res. 1264 de 1996, art. 1º). COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución Número 1200, diciembre de 1995. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores.

una parte se compromete a entregar el objeto de la transacción y la otra a pagar el precio acordado, en una fecha debidamente establecida, la operación será de cumplimiento efectivo (OPCE); ii) por aparte, si lo que se busca es el diferencial entre el precio en que se cotiza el activo llegado el día del cumplimiento con el previamente estipulado (nótese que en esta situación no se produce la entrega de subyacente alguno, porque él simplemente se utiliza como un monto de referencia)¹³⁸, la operación es a plazo pero de cumplimiento financiero (OPCF).

Discusión que cada vez tiene menor lugar, si consideramos, por un lado, que actualmente el Reglamento General y la Circular Única del mercado organizado de derivados no contemplan tales operaciones; además, porque en el Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro –MEC– Mercado Electrónico Colombiano (medio donde se transa sobre valores diferentes a acciones y bonos convertibles en acciones y se procede a su registro) y en el Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, básicamente se procedió al desmonte de las mismas¹³⁹.

Pese a lo dicho, consideramos que este hecho conlleva inconvenientes aún mayores al momento de analizar jurídicamente el sistema, porque los mandatos del Decreto 2555 generan al final mayor vacío y disparidad. Por tal razón, en este estudio no se trataran en especial tales cuestiones, porque ellas obedecen a una causa, técnica y dinámica contrapuestas a las que guían el propósito hasta ahora adelantado.

¹³⁸ i. e., si el valor acordado para una compra fue de 1000 unidades monetarias y llegado el día en que debe liquidarse el contrato el valor en el mercado del subyacente es de 1100, por ser la diferencia positiva, el sujeto que se obligó a pagar de ocurrir tal situación, deberá abonar el resultante (100) a su contraparte; en un hecho que sería diferente de materializarse la eventualidad opuesta.

¹³⁹ Véase, COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general de la Bolsa de Valores de Colombia S.A., versión actualizada hasta el 2 de enero de 2012. Boletín normativo no. 069; COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro –MEC– Mercado Electrónico Colombiano, versión actualizada hasta el 2 de diciembre de 2011. Boletín normativo 049 del 1 de diciembre de 2011. Disponibles en línea, consúltese: <<http://www.bvc.com.co>>

3.2.6 DERIVAN DE UN SUBYACENTE.

Todo derivado, en esencia, es una herramienta diseñada para el control y manejo de riesgos, pero: ¿Cuáles riesgos? Simplemente, los que se desprenden de un hecho, acto o negocio jurídico que les sirve de referencia. En cada derivado nacen derechos y con ellos obligaciones que transfirieren, entre los sujetos, uno o varios tipos de riesgos financieros provenientes del instrumento financiero primario subyacente¹⁴⁰. El cual es una variable directamente observable, como un activo, un precio, una tasa de cambio, una tasa de interés o un índice¹⁴¹. Entonces, es sustancial «anotar que los activos o variables subyacentes de los valores o instrumentos derivados, no se limitan exclusivamente a instrumentos financieros tales como acciones, tasas de interés, tasas de cambio. etc. sino que también pueden estar conformados por productos básicos (*commodities*) por ejemplo, café, petróleo, etc.»¹⁴².

3.2.7 EL INTERCAMBIO DEL SUBYACENTE ES OPCIONAL.

El derivado concede la posibilidad de intercambiar activos o pasivos, en condiciones que pueden representar escenarios de pérdida o de ganancia. No siempre su celebración implica la transferencia del instrumento primario subyacente, ni al iniciar el contrato, ni al vencimiento del mismo. Algunos instrumentos incorporan tanto un derecho como una obligación de realizar un intercambio. Las condiciones del intercambio se establecen en el momento del nacimiento del instrumento derivado, variando su resultado en la medida que cambian los precios en los mercados financieros¹⁴³.

¹⁴⁰ Ver apéndice, apartado GA 16. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. Op. cit., p. 16.

¹⁴¹ Numeral 2.24. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

¹⁴² CASTAÑO ROBLEDO, Jorge. Op. cit., p. 217.

¹⁴³ Apartado GA 16. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. Op. cit., p. 16.

3.2.8 ¿SON ATÍPICOS?

Hasta hace no poco, la normatividad sobre el asunto giraba en torno a simples autorizaciones para la ejecución de la actividad y de algunas disposiciones en especial para organizar el mercado, en un nivel que permitía predicar la atipicidad total de esta clase de instrumentos¹⁴⁴.

No obstante, pese a que actualmente la regulación se sumerge un poco más en la materia, al día de hoy estos instrumentos no pueden tenerse como formas contractuales típicas. Ya que, en estricto sentido, ningún derivado es todavía objeto de desarrollo legal completo¹⁴⁵.

Entre otras causas, porque la realidad del mercado siempre escapa a la disciplina normativa. Más teniendo en cuenta que en Colombia existen fallas en la traducción jurídica de las operaciones que se adelantan en el sistema, dando como resultado reglas confusas y saturadas de términos financieros que no tienen un equivalente jurídico que permita su adecuada comprensión, de forma tal que se encuentren sincronizadas con el resto del ordenamiento: «creando así un vacío en el análisis jurídico y generando inutilidad en las herramientas de análisis proporcionadas por el sistema jurídico en general, pues el contenido de las normas resulta ser netamente financiero»¹⁴⁶.

¹⁴⁴ No obstante estar definidos en algunas circulares de los órganos administrativos, no pueden considerarse típicos en el ordenamiento jurídico colombiano. Una mirada al particular, véase, MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 63.

¹⁴⁵ “... desde el punto de vista de la tipicidad de primer orden, todas las categorías contractuales posibles serían típicas. Luego la tipicidad no es predicable sino en las especies, o sea, en la tipicidad de segundo orden. En el primer orden se encuentra el contrato en general y su regulación es la propia de todo contrato; en el segundo orden los tipos legales y sociales, cuya descripción y regulación se encuentra en la norma –ya sea en la ley o en la costumbre– en una forma preestablecida”. ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. Contratos Mercantiles (Tomo II). Contratos Atípicos. 2 ed., Medellín: Biblioteca Jurídica DIKÉ, 1998, p. 31.

¹⁴⁶ LARROTA ACEVEDO, Jeison. Op. cit., p. 26.

3.2.9 ¿SON VALORES?

Si bien –al leerse la documentación que trata la materia–, se puede inferir que los derivados son valores, lo correcto es decir que dicha denominación nace, exclusivamente, cuando el correspondiente instrumento cumple con las condiciones que el ordenamiento jurídico establece para tal efecto.

En nuestro territorio, la legislación reconoce a los derivados financieros la calidad de valores, siempre y cuando cumplan con el requisito genérico del artículo 2° de la Ley 964 de 2005 y con las reglas particulares establecidas en los parágrafos 3° y 4° de la referida disposición, a saber¹⁴⁷:

- I. Ser derechos de naturaleza negociable que hagan parte de una emisión, teniendo por objeto o efecto la captación de recursos del público.
- II. Ser estandarizados y susceptibles de transacción en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores.
- III. Para ser ofrecidos al público, debe realizarse su inscripción previa en el Registro Nacional de Valores y Emisores.
- IV. Cuando aquellos tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, serán valores cuando el Gobierno Nacional así lo decrete previa información a la Comisión de Regulación de Energía y Gas, para lo cual esta última tendrá en cuenta la incidencia de dicha determinación en el logro de los objetivos legales que le corresponde cumplir a través de las funciones que le atribuyen las Leyes 142 y 143 de 1994, así como aquellas que las modifiquen, adicionen o sustituyan.

Es importante agregar que el parágrafo 5° del artículo segundo de la Ley 964 le

¹⁴⁷ COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 (8, julio, 2005). Op. cit.

otorga a los valores (a pesar de ser diferentes) las mismas características y prerrogativas de los títulos valores¹⁴⁸, exceptuándose la acción cambiaria de regreso¹⁴⁹. Prescribiendo, igualmente, que son improcedentes contra el tercero que los adquiere obrando de buena fe exenta de culpa las medidas para el restablecimiento de derecho¹⁵⁰, el comiso y la incautación¹⁵¹ y la acción reivindicatoria¹⁵².

3.2.10 ¿SON SEGUROS?

Equivocadamente, en ocasiones a los derivados se les confunde con los contratos de seguro. Especialmente en aquellas variedades que mitigan el riesgo de crédito implícito en la relación subyacente objeto de cobertura, porque virtualmente se desempeñan casi como si de una póliza se tratase. Por lo que es frecuente encontrar afirmaciones como la siguiente:

Estos productos funcionan como una póliza de seguro frente a las pérdidas de los créditos u obligaciones. Su valor no depende del precio de un activo subyacente sino de la ocurrencia de un evento particular, el cual debe ser definido de manera muy específica entre las partes del contrato. Los eventos más comunes a partir de los cuales se diseñan estos derivados están relacionados con el incumplimiento, las reestructuraciones de las obligaciones,

¹⁴⁸ Entre ellas, el principio de incorporación (el documento y los derechos en él incluidos son inescindibles), el de literalidad (el alcance del derecho está limitado al contenido textual del título), el de autonomía (independencia del título frente a la relación que le dio origen o de aquellas paralelas a su circulación) y el de legitimación (facultad para exigir el derecho obrante en el documento).

¹⁴⁹ “Artículo 781. La acción cambiaria es directa cuando se ejercita contra el aceptante de una orden o el otorgante de una promesa cambiaria o sus avalistas, y de regreso cuando se ejercita contra cualquier otro obligado”. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 410. (27, marzo, 1971). Op. cit.

¹⁵⁰ “Las medidas de restablecimiento consisten en la exigencia de que se haga efectivo un derecho incorporado en un título valor cuando dicho derecho ha sido desconocido”. FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 54.

¹⁵¹ Decisiones de carácter preventivo sobre bienes que han sido empleados para la ejecución de actividades ilícitas.

¹⁵² Derecho que le otorga el ordenamiento jurídico al legítimo propietario de un título para obtener su restitución cuando éste se encuentre en manos de otra persona (que accedió al mismo dada su pérdida o a través de cualquier forma de apropiación indebida).

la quiebra y la reducción en la calificación crediticia del prestatario¹⁵³.

Mirado con detenimiento, en el caso de los derivados de crédito el instrumento no se comporta en función del subyacente, sino del riesgo en sí mismo. En consecuencia, el riesgo mitigado o transferido se establece en una serie de eventos que se recogen y determinan expresamente en el acuerdo. Siendo los más frecuentes «los incumplimientos de pago de intereses y/o capital, las reestructuraciones unilaterales de deuda, el repudio o moratoria de deuda, el empeoramiento de las calificaciones crediticias y los aumentos del 'spread' de un instrumento de deuda negociado por encima de un nivel prefijado»¹⁵⁴. Predicando de esta manera, conforme a la síntesis realizada por GÓMEZ SOTO, un derivado de crédito las siguientes características definidas por la doctrina financiera:

1) son productos financieros; 2) aíslan el riesgo crediticio de los otros riesgos que puede tener un activo o crédito en particular; 3) transfiere ese riesgo de crédito de una parte a otra; 4) la contraprestación que recibe la parte coberturista depende de una contingencia como lo es la ocurrencia de un evento crediticio; 5) refleja dos cosas: la valoración que hace el mercado sobre la posibilidad de que la entidad de referencia incurra en un evento crediticio dentro de un plazo determinado y cuál es el valor esperado de los activos de la entidad de referencia en caso de que se presente ese evento¹⁵⁵.

En este orden, los derivados de crédito ofrecen cubrir una exposición al riesgo mediante su transferencia a una entidad con elevada calificación y reputación crediticia, la cual afrontará la posible contingencia a cambio de un beneficio económico, como lo puede ser una tasa de interés o una prima de riesgo¹⁵⁶.

¹⁵³ ASOBANCARIA. Los derivados de crédito: Una excelente herramienta para la mitigación del riesgo. En: La Semana Económica Asobancaria. Febrero, 2006, no. 542, p. 1. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/758151.PDF>> [Consultado, 15 de Diciembre de 2011].

¹⁵⁴ Inciso 2, numeral 2. 24. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

¹⁵⁵ GÓMEZ SOTO, Jorge Alberto. Op. cit., p. 21.

¹⁵⁶ ASOBANCARIA. Sobre el desarrollo de derivados OTC en Colombia. En: Semana Económica Asobancaria. Octubre, 2008, no. 674, p. 4. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com>>

Precisamente, con el acuerdo una parte (compradora de protección) se resguarda frente al riesgo de crédito implícito en un determinado activo o en todo su portafolio de inversión. Al tanto que su contraparte (vendedora de protección) está dispuesta a tolerar el riesgo, respondiendo por las pérdidas dadas ante la materialización de un evento de crédito, aunque su negocio resida en la expectativa de que tales hechos no ocurran¹⁵⁷.

Así las cosas, podrá notarse que la estructura de tan solo una variedad de negocio puede conducir al error, especialmente en quienes contratan sin un adecuado conocimiento y la debida información¹⁵⁸. Entonces, aunque técnicamente se estructuren como instrumentos de "gestión y de cobertura de riesgos", los derivados son productos más complejos y, por tanto, diferentes a las pólizas de seguros.

Diferenciándose, entre otras, por las razones siguientes¹⁵⁹: i) las compañías aseguradoras requieren siempre que sea probado el siniestro, en los derivados no; ii) el asegurado, en las primeras, retiene parte de las pérdidas dadas por el acontecer del suceso riesgoso, mientras que el *hedger* por su parte maneja el riesgo de forma tal que logra su completo traslado y, con él, el de sus

</portal/pls/portal/docs/1/750074.PDF>> [Consultado, 15 de Diciembre de 2011].

¹⁵⁷ ARBELÁEZ ZAPATA, Juan Camilo y MAYA OCHOA, Cecilia. Valoración de Credit Default Swaps (CDS): Una aproximación con el método Monte Carlo. En: Cuadernos de Administración Pontificia Universidad Javeriana. Julio, 2008, vol. 21, no. 36, p. 89. Disponible en línea: <http://cuadernosadministracion.javeriana.edu.co/pdfs/04_Valoracion_de_credit_default_swaps_Vol21_n36.pdf> [Consultado, 13 de Diciembre de 2011].

¹⁵⁸ Tan es así que, en el territorio Español, se resolvió decretar la nulidad de cientos de contratos celebrados entre usuarios y entidades del sistema bancario, con fundamento en el error como vicio en el consentimiento. Aunque no fue así en el caso de los empresarios que contaban con la experiencia suficiente en su contratación y ejecución. Véase, sobre el particular, la siguiente sentencia: ESPAÑA. JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA NÚMERO 1 DE MÓSTOLES. SJPI 28/2011. 18 de julio de 2011. Ponente: RAMON BADIOLA DIEZ. Id Cendoj: 28092420012011100001. Disponible en línea: <<http://www.poderjudicial.es>> [Consultado, 28 de Noviembre de 2011].

¹⁵⁹ TRIANA, Pablo. Productos financieros derivados de crédito: un nuevo y útil instrumento para grandes empresas industriales. En: Revista de Empresa: La fuente de ideas del ejecutivo. Octubre–Diciembre, 2005, no. 14, p. 43–44.

consecuencias; iii) las compañías se reservan la potestad de anular o reducir el límite de la póliza, mientras que en un derivado no hay espacio para tal evento; iv) los seguros cubren plazos considerablemente cortos, pero en punto de derivados su vigencia puede extenderse hasta 10 años; v) las compañías tienden a evitar ofrecer protección a precios relativamente cómodos (si es que la ofrecen), durante estados de crisis económica; vi) y sin importar el nivel de proximidad o semejanza que cualquier clase de derivado pueda ostentar con una póliza, no son contratos de seguro, principalmente, porque los derivados ***no tienen inmerso un principio indemnizatorio***, lo que los convierte en contratos con una naturaleza propia, amplia y flexible, especialmente en lo que respecta a la cobertura de riesgos¹⁶⁰.

3.3 ASPECTOS SEGÚN LA ESTRUCTURA DEL MERCADO.

La mayoría de los derivados pueden negociarse tanto en los mercados organizados como en los mercados sobre el mostrador. FRADIQUE-MÉNDEZ L. resume las principales distinciones que en Colombia es dable hacer en cada uno de ellos¹⁶¹, nos permitimos desde tales apreciaciones trabajar continuación.

3.3.1 PARTÍCIPES.

En los mercados OTC confluyen, principalmente, las grandes instituciones financieras, las empresas del sector real (agro, industria y servicios), el BANCO DE LA REPÚBLICA y las entidades del exterior¹⁶², caracterizándose el monto de las

¹⁶⁰ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p. 170.

¹⁶¹ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 277-280.

¹⁶² Siempre y cuando se encuentren debidamente autorizadas y cumplan con las condiciones establecidas en la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del BANCO DE LA REPÚBLICA, donde: “Los agentes

operaciones que se tranzan por alcanzar elevadas cuantías¹⁶³; a diferencia de las que se efectúan en el mercado organizado cuyo coste tiende a ser menor, encontrándose autorizados para el desarrollo de tales operaciones los agentes vigilados por la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA y las personas (naturales o jurídicas) por medio de agentes autorizados (sometidos estos últimos a vigilancia por la misma Superintendencia, como es el caso de las sociedades Comisionistas de Bolsa)¹⁶⁴.

3.3.2 REGULACIÓN.

Como vimos, la Ley 964 de 2005 determina un primer nivel de regulación al tratar sobre los derivados que se tranzan en el mercado organizado y, como consecuencia, el siguiente se encuentra en el Decreto 2555 de 2010, pero su real desarrollo se armoniza a través de los diversos reglamentos de la BOLSA DE

del exterior autorizados para realizar operaciones de derivados de manera profesional son:

“– Los registrados ante autoridades estatales reguladoras de mercados de futuros de países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD) o ante entidades privadas autorreguladoras (por ejemplo, bolsas de valores) sometidas a la supervisión de las autoridades estatales ya mencionadas, que hayan realizado operaciones con derivados en el año calendario inmediatamente anterior a la operación por un valor nominal superior a mil millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000.000.000).

“En esta categoría se encuentran, entre otros, los registrados ante la Asociación Nacional de Futuros (NFA) de los Estados Unidos de América que operan bajo la supervisión de la Comisión Federal de Comercio de Futuros (CFTC) del gobierno de los Estados Unidos de América y los registrados ante la Autoridad de Servicios Financieros de Gran Bretaña (FSA).

“– Los no residentes que hayan realizado operaciones con derivados en el año calendario inmediatamente anterior a la operación por un valor nominal superior a mil millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000.000.000).

“No se puede interpretar como garantía de solvencia y cumplimiento que un agente del exterior cumpla las condiciones previstas en esta circular. Continuará siendo responsabilidad de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) y de los residentes la adecuada evaluación del riesgo de sus contrapartes”. COLOMBIA. BANCO DE LA REPÚBLICA. Circular Reglamentaria Externa DODM–144, 19 de septiembre de 2008, 04 de marzo y 28 de diciembre de 2010 y 19 de enero de 2011. Asunto 6: Operaciones de derivados. Disponible en línea: <<http://www.banrep.gov.co>> [Consultado, 11 de Enero de 2012].

¹⁶³ FRADIQUE–MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 277.

¹⁶⁴ *Ibidem*.

VALORES DE COLOMBIA¹⁶⁵, lo que en tal mercado les confiere un alto grado de definición y estandarización¹⁶⁶. Ocurriendo lo menos en el mercado OTC, donde la regulación es prácticamente escasa.

3.3.3 NIVEL DE ESTANDARIZACIÓN.

Este aspecto constituye el principal punto de quiebre al momento de analizarse la técnica de la contratación con derivados, la cual abordaremos en profundidad en el Capítulo V. Por ahora, sirva decir que el nivel de estandarización (normalización de los contratos) es elevado en el mercado organizado, por ser ésta una exigencia del mercado de valores; en el mercado no organizado, por su parte, se da una cierta estandarización, puesto que los convenios se celebran mediante la suscripción previa de un Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF).

3.3.4 LOCALIZACIÓN DEL MERCADO.

No existe un lugar físico para el desarrollo de las transacciones en los mercados OTC, lo que implica un encuentro directo entre las partes para la celebración del acuerdo, reduciéndose su transparencia¹⁶⁷; estando en situación opuesta el mercado organizado por contar con un lugar localizable, donde las transacciones

¹⁶⁵ Entre ellos, el Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A y la Circular única del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. véase, <<http://www.bvc.com.co>>

¹⁶⁶ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 277.

¹⁶⁷ Pero con la regulación y puesta en marcha de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), en Colombia quienes tranzan en el mercado OTC tienen la posibilidad de acceder a ella como sistema óptimo para la compensación y liquidación de sus transacciones, ganando en el proceso liquidez (la Cámara asume el riesgo de contraparte) y transparencia. FRADIQUE-MÉNDEZ L. explica que “[e]n efecto, el Reglamento de la CRCC, modificado recientemente, permite que las partes acuerden conjuntamente la posibilidad de llevar las operaciones a la CRCC para que sean compensadas y liquidadas a través de la misma. Dicho acuerdo puede llevarse a cabo (i) mediante la introducción de una cláusula especial en el Contrato Marco, en virtud de la cual las partes acuerdan previamente la posibilidad de compensar y liquidar las operaciones con derivados OTC a través de la CRCC o (ii) celebrando un “Acuerdo” posterior al Contrato Marco Local para compensar y liquidar a través de la CRCC dichas operaciones”. *Ibidem*.

se compensan y liquidan mediante una cámara de compensación (*clearing house*), predicándose de ellas mayor liquidez y transparencia¹⁶⁸, siendo un mercado ciego porque el sistema de negociación no hace posible conocer la identificación de la partes¹⁶⁹.

3.3.5 ACTIVOS SUBYACENTES ACTUALMENTE AUTORIZADOS U OFRECIDOS.

En las negociaciones que se adelantan en el sistema financiero colombiano, los subyacentes que con mayor frecuencia son objeto de cobertura pueden resumirse, según el mercado, en los siguientes:

- A.** Del mercado organizado se destacan como elementos de referencia i) los TES, ii) la TRM (Tasa de Cambio Representativa del Mercado), iii) las Acciones (Preferencial Bancolombia/Ecopetrol), iv) las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF) y v) la Operaciones a Plazo de Cumplimiento Efectivo (OPCE)¹⁷⁰.

- B.** En las del mercado OTC i) las tasas de interés, ii) las tasas de cambio, iii) los índices accionarios, iv) los títulos de deuda y v) los títulos participativos¹⁷¹.

¹⁶⁸ *Ibíd.*

¹⁶⁹ Artículo 2.2.1. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A., versión actualizada hasta el 18 de mayo de 2010. Boletín normativo derivados no. 011 del 14 de mayo de 2010. Disponible en línea: <<http://www.bvc.com.co>> [Consultado, 11 de Enero de 2012].

¹⁷⁰ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 278.

¹⁷¹ “Es importante tener en cuenta que en el caso de las operaciones de derivados celebradas con contrapartes extranjeras o en los casos en los que el Banco de la República tenga competencia sobre dichas operaciones, la utilización de los títulos de deuda y los títulos participativos como subyacentes de las mismas, se encuentra restringida.

“De esta manera y de acuerdo con lo establecido en la Sección 3 del Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, los subyacentes permitidos para la estructuración de contratos de derivados celebrados con agentes del exterior autorizados son exclusivamente (i) tasa de cambio; (ii) tasa de interés e (iii) índices bursátiles.

“Adicionalmente, de acuerdo con lo establecido en la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del

3.3.6 MITIGANTES DE RIESGO.

Son mitigantes de riesgo las garantías otorgadas para el adelantamiento de la transacción financiera. En este sentido, las más utilizadas son el dinero en efectivo y los títulos respaldados por gobiernos nacionales¹⁷².

En los mercados sobre el mostrador, se reducen a las que de común acuerdo establezcan las partes¹⁷³. En el mercado organizado, con la existencia de la CRCC se mitiga en gran medida el riesgo asociado al incumplimiento, por ser la Cámara de Riesgo Central de Contraparte la que asume el mismo.

Pero la CRCC reclama una serie de garantías (inicial, diarias, generales y extraordinarias¹⁷⁴) para cada una de las operaciones aceptadas, formando ellas,

Banco de la República, las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, están autorizadas para celebrar “*Credit Default Swaps*” con agentes autorizados del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional con calificación crediticia de grado de inversión, siempre que se cumpla con los requisitos establecidos en la Sección 3 de la Circular Reglamentaria Externa DODM-144”. Ibidem.

¹⁷² Castellanos, Daniel, *et al.* Mitigantes de riesgo de crédito en derivados. En: Semana Económica Asobancaria. Junio, 2010, no. 756, p. 6. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/722061.PDF>> [Consultado, 16 de Diciembre de 2012].

¹⁷³ Tratándose de las entidades sometidas a inspección y vigilancia por parte de la Superintendencia Financiera (que realicen operaciones con derivados) están autorizadas para emplear garantías con “... los recursos de los fondos administrados por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, de fondos de pensiones de jubilación o invalidez, aquellos correspondientes a las carteras colectivas administradas por sociedades fiduciarias, por sociedades comisionistas de bolsas de valores o por sociedades administradoras de fondos de inversión y los correspondientes a las reservas técnicas de las compañías de seguros o de sociedades de capitalización, de conformidad con el régimen aplicable a cada entidad, cartera colectiva, fondo o patrimonio administrado”. Pudiendo otorgarse en “... valores, títulos valores, dinero o en productos y bienes transables, con sujeción a lo dispuesto en el régimen de inversiones de la respectiva entidad sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia”. Artículo 2.35.1.1.3. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Op. cit.

¹⁷⁴ “1. Garantías Ordinarias: Esta será la garantía que en primera instancia cubra el Incumplimiento de un Miembro. Las Garantías Ordinarias se clasifican en:

“a. Garantía Inicial: Los Miembros Liquidadores deberán depositar una Garantía mínima con carácter previo a la aceptación de la primera operación por parte de la Cámara. Estas cantidades podrán ser distintas para los Miembros Liquidadores Individuales y para los Miembros Liquidadores Generales. La metodología de cálculo y montos serán establecidos mediante Circular.

“b. Garantías Diarias: Consiste en la Garantía variable relativa a las Posiciones Abiertas tomadas en el mercado, exigible a todos los Miembros y Terceros con Posiciones Abiertas registradas en sus cuentas.

junto con otras defensas, *los anillos de seguridad* de la Cámara, donde cada escalón asegura el cumplimiento de las transacciones¹⁷⁵. Sobre esto debe guardarse cierta reserva, un nivel de cuidado a seguirse, puesto que el inversionista debe en todo momento tener presente que ante la CRCC se compromete a mantener nivelado el valor de las garantías, esto es, responder a los requerimientos patrimoniales que le exija el sistema cuando este estime procedente el reajuste en el valor de las respectivas garantías.

3.4 OTRAS FUNCIONES ECONÓMICAS.

La principal función económica por la que se transa con derivados es el manejo y control de riesgos, hecho palpable que dista de significar ausencia total de propósito diferente para su negociación y circulación, de tal forma que los «usos económicos de los contratos derivados dependen del interés que se tenga en ellos al contratarlos»¹⁷⁶. A parte del fin de cobertura, los derivados también se utilizan para la especulación y en prácticas arbitrajistas. Revisaremos brevemente las dos

La Cámara calculará y exigirá la Garantía Diaria en los términos y condiciones establecidos mediante Circular.

“c. Garantía General: Los Miembros podrán depositar Garantías adicionales a las anteriores con el carácter de generales, con el fin de cubrir la exposición de riesgo de las Posiciones Abiertas que compensan y liquidan por cuenta de otros Miembros o Terceros.

“2. Garantías Extraordinarias: Serán calculadas por la Cámara y se requerirán a los Miembros y Terceros por circunstancias excepcionales referidas a la volatilidad de los mercados en los cuales se realizan Operaciones Susceptibles de ser Aceptadas o por tratarse de Posiciones Abiertas que la Cámara estime de alto riesgo o de Posiciones Abiertas de venta con riesgo de Incumplimiento en la Liquidación por Entrega”. Artículo 2.7.6. COLOMBIA. CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA. Reglamento de funcionamiento Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. – CRCC S.A., versión actualizada al 20 de mayo de 2011. Boletín normativo no. 009 del 19 de mayo de 2011. Disponible en línea: <<http://www.camaraderiesgo.com>> [Consultado, 11 de Enero de 2012].

¹⁷⁵ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 278.

¹⁷⁶ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 31.

últimas, teniendo en cuenta que lo referente al riesgo y sus variantes ya fue tratado a como corresponde en la segunda unidad.

3.4.1 ESPECULACIÓN.

Especular es apostar¹⁷⁷, asumiendo una posición frente a las condiciones del mercado, en una actividad donde lo único que se busca es obtener utilidades, en lugar de transferir riesgos¹⁷⁸. Los especuladores asumen riesgos con la esperanza¹⁷⁹ de lograr el mayor beneficio en el menor tiempo posible¹⁸⁰.

En consecuencia, y en voz de MENDOZA ÁLVAREZ, el interés de los especuladores no se funda en la cobertura de riesgos, «al contrario, son tomadores de riesgos con el fin de incrementar su riqueza. Estas operaciones incrementan la exposición al riesgo de los especuladores. De hecho, ellos apuestan sobre un alza en los precios o una baja en los mismos. Dentro del sector real, muchos ven con malos ojos a los especuladores, pero lo cierto es que la actividad que ellos desarrollan provee de liquidez al mercado de derivados»¹⁸¹. Es decir, su nivel de inversión representa una mayor circulación y disponibilidad de capital para todo el sistema. Industria que también redundaría en el aseguramiento en los precios de la

¹⁷⁷ HULL, John C. Op. cit., p. 10.

¹⁷⁸ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 35.

¹⁷⁹ "... una acción especulativa es una inversión que no garantiza el retorno del activo adquirido ni tampoco asegura el beneficio por la inversión realizada. En esta línea, debemos tener presente que es sencillo ganar o perder, dado que un movimiento especulativo puede generar tanto beneficios como pérdidas dentro del movimiento de capitales". CASCANTE, Katty. La volatilidad de los precios de las materias primas agrícolas: de la economía especulativa al derecho a la alimentación. En: CAMPAÑA "DERECHO A LA ALIMENTACIÓN. URGENTE". Especulación financiera y crisis alimentaria. s.l.: PROSALUS (coord. Edición.), 2011, p. 46. Disponible en línea: <http://biblioteca.hegoa.ehu.es/system/ebooks/18703/original/Especulaci_n_financiera_y_crisis_alimentaria.pdf?1324548331> [Consultado, 28 de Diciembre de 2011].

¹⁸⁰ LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Op. cit., p. 413.

¹⁸¹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 36.

producción (como acontece con la negociación en masa de futuros)¹⁸² y en la redistribución de riesgos (que no pueden repartirse por igual, porque en el juego del mercado no todos tienen la misma capacidad financiera)¹⁸³.

Para ser especulador se requiere de un profundo conocimiento del mercado y de la capacidad jurídica suficiente¹⁸⁴. Las limitaciones a su ejercicio son establecidas por vía legal¹⁸⁵; en otras palabras, cualquier inversionista o intermediario puede emplear derivados con fines especulativos¹⁸⁶, esto siempre y cuando cumplan con las respectivas exigencias normativas¹⁸⁷.

3.4.2 ARBITRAJE.

El arbitraje es una estrategia de negocio que obtiene provecho de las deficiencias de un mercado en otro. En un acto libre de riesgo, toda vez que comporta simplemente la compra de un activo para luego venderlo en una plaza diferente,

¹⁸² CASCANTE, Kattya. Op. cit., p. 45.

¹⁸³ *Ibíd.*, p. 46.

¹⁸⁴ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 37.

¹⁸⁵ A título de ejemplo, en nuestro país a las sociedades calificadoras les está prohibido “Asesorar, directa o indirectamente, a cualquier persona en la toma de decisiones de inversión o de especulación”. Artículo 2.22.1.1.6.6. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Op. cit.

¹⁸⁶ El orden positivo también se encarga de autorizar de forma especial la realización de dichas operaciones, como ocurre en el caso de las Carteras colectivas de especulación. Artículo 3.1.2.1.6.4. COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Op. cit.

¹⁸⁷ Téngase en cuenta que la especulación con derivados es una actividad lícita, que no tiene nada que ver con la conducta tipificada en el artículo 298 de la Ley 599 de 2000: “ARTICULO 298. ESPECULACIÓN. El productor, fabricante o distribuidor mayorista que ponga en venta artículo o género oficialmente considerado como de primera necesidad a precios superiores a los fijados por autoridad competente, incurrirá en prisión de cuarenta y ocho (48) a ciento ocho (108) meses y multa de veintiséis punto sesenta y seis (26.66) a trescientos (300) salarios mínimos legales mensuales vigentes”. COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 599 (24, julio, 2000). Por la cual se expide el Código Penal. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2000. no. 44.097. Texto disponible en línea, véase: <<http://www.secretariassenado.gov.co>>

donde acusa mejor valor¹⁸⁸.

Al igual que el especulador, el arbitrajista (*arbitrageur*) dota al mercado de liquidez, inclusive, lima las asperezas del mismo, porque «ante una transacción de este estilo el mercado reacciona inmediatamente para corregirla»¹⁸⁹.

En suma, y de acuerdo con el supervisor, el arbitraje es «una estrategia que combina compras y ventas de instrumentos financieros buscando generar utilidad a cero (0) costo y sin asumir riesgos de mercado»¹⁹⁰.

¹⁸⁸ O, “[e]l acto de comprar un título (o tomar una posición) en un mercado y venderlo simultáneamente (o tomar una posición de compensación) en otro en orden a beneficiarse de las discrepancias de precio. También, comprar un valor sujeto a cambio, conversión, o reorganización y vender el título o títulos para ser recibidos por encima del cumplimiento del cambio, conversión o reorganización”. MANTILLA B., Samuel Alberto. Op. cit., p. 135.

¹⁸⁹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 39.

¹⁹⁰ Numeral 2.1. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

4. INSTRUMENTOS DERIVADOS EN PARTICULAR

El tratamiento individual de los derivados financieros puede realizarse desde múltiples aristas. No obstante, en el presente documento su estudio se abordará desde la distinción *derivados básicos* y *derivados exóticos*.

Los primeros son las formas tradicionales que ofrece el mercado. Los segundos son formulas financieras poco usuales o de reciente innovación, que reflejan complejas estrategias de negocio mediante la combinación de las ecuaciones tradicionales bajo diferentes escenarios, propósitos y alcances en las prestaciones a deber. Es por ello que realizar un estudio completo sobre el asunto es en extensión difícil e inagotable. Por tal motivo, en el avance de la unidad a desarrollar nos enfocaremos en las formas esenciales, como son los *forwards*, los futuros, las opciones y los *swaps* y dedicaremos unas cuantas líneas para observar la estructura de algunos derivados exóticos, esto último más con el interés de exteriorizar el grado de complejidad y profundidad que siempre está presente en cada operación financiera.

Aclaremos, de antemano, que el esquema a utilizar durante el recorrido se trae desde una perspectiva descriptiva, más no analítica, porque nuestro interés al abordar los instrumentos se centra en las bases jurídicas, siendo temas como el estudio de mercados, aspectos contables y concordantes, propios de otras disciplinas. Recordamos, en todo caso, que prestaremos particular atención a los componentes de la negociación, que serán vistos en profundidad más adelante.

4.1 DERIVADOS BÁSICOS.

La contratación con derivados se realiza en función del tipo de riesgo a cubrir. Como ya se viene diciendo, los instrumentos derivados tienen como objeto los riesgos principales de mercado y de crédito (aunque es posible diseñarlos para el manejo y gestión de otros).

Es decir, las contingencias que se originan en los movimientos desfavorables de los sistemas financieros y de aquellas que provienen de las vicisitudes a las que puede verse abocado el sujeto con el que se ostenta un vínculo contractual, respectivamente. Razón por la cual, así se trate de formas básicas, cada derivado puede acomodarse a los intereses de las partes que intervienen en su contratación.

Aunque la labor de ingeniería financiera, por su parte, genere cada vez mayores y más variados productos, ellos siempre obedecerán a las combinaciones y hábiles aplicaciones de tres contratos básicos, como son los contratos a plazos (futuros y *forwards*), las opciones y las permutas financieras (*swaps*).

Los demás, son el producto de interesantes fórmulas que tienen como propósito explotar, desde cierta perspectiva y bajo determinados parámetros, algunas desventajas del sistema. Son tan exóticos que sus condiciones pueden rayar con disposiciones de orden imperativo presentes en nuestra nación. Es por esa razón que no se mencionan en profundidad por la doctrina financiera.

Mas adelante presentaremos, recalcamos, algunas formas exóticas de acuerdo. Será ya del lector la facultad de sacar sus propias conclusiones luego de leer las mismas. Nuestro propósito sobre el particular es aunar un poco más de lo que, tradicionalmente, se hace en esta materia.

4.1.1 FORWARDS.

Los *forwards* y los futuros son contratos de cumplimiento a plazo que operan bajo igual mecánica. Sus antecedentes, por tanto, son básicamente los mismos, ya expuestos en el Capítulo III cuando se trató en general sobre el origen de los derivados financieros.

En síntesis, el comprador del derivado aparta con tiempo en cantidad, calidad y precio activos que desea adquirir, representándole una ganancia cuando el valor de aquellos al vencimiento (*spot*) es mayor que el precio de ejercicio (*strike*), soportando un menoscabo de ocurrir la situación opuesta. Mientras tanto el vendedor asegura el precio de venta, barajando también la posibilidad de lograr un beneficio (precio del *strike* mayor al precio en *spot*) o pérdida (*strike* menor que el *spot*) según la diferencia entre el monto acordado y el valor del activo en el mercado llegada la fecha de vencimiento.

El punto de quiebre entre las dos categorías está dado por ser los *forwards* derivados **formalizados**¹⁹¹, es decir, acuerdos hechos a la medida de los intereses de las partes que se encuentran directamente para su celebración. Quienes en el mercado *Over The Counter* acuerdan la compraventa de una cantidad específica de un determinado subyacente en una fecha futura, plasmando libremente las condiciones del instrumento. Siendo elementos de su esencia la fijación del precio, del subyacente y de la fecha de cumplimiento.

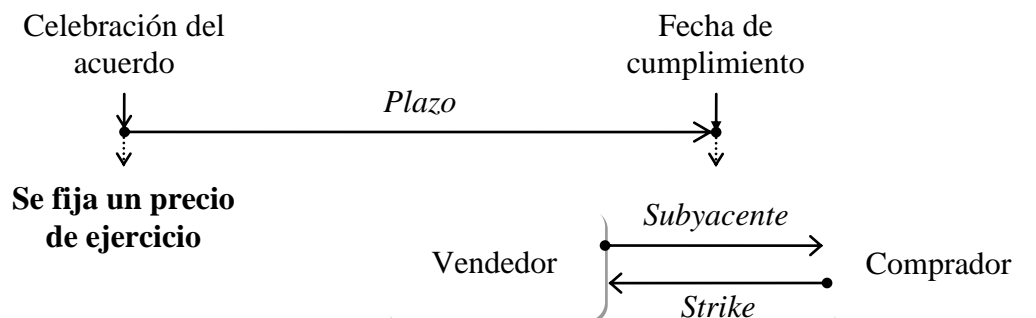
Incluidas las características contractuales genéricas (bilateralidad, onerosidad, consensualidad y cumplimiento en fecha futura), son instrumentos conmutativos, porque las partes predicen equivalencia en las prestaciones con las que se gravan

¹⁹¹ Numeral 5.1.1. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

recíprocamente, naciendo las correspondientes obligaciones una vez se perfecciona el acuerdo.

Su liquidación puede darse en una de dos formas, según se estipule: i) con la entrega del subyacente correspondiente y el pago concomitante del precio de ejercicio (**Delivery Forward**); o ii) con la diferencia resultante entre el precio en *strike* y el precio en *spot* (**Non Delivery Forward**¹⁹²), llamada liquidación de diferencias¹⁹³. Encontrándose los miembros de la balanza contractual autorizados, durante el plazo y dependiendo del subyacente, para modificar la modalidad de entrega pactada¹⁹⁴.

Figura 6. Futuros y *forwards*: estructura básica.



Fuente: Elaboración propia.

¹⁹² “... las partes calculan el precio del valor objeto del forward en el mercado al momento del cumplimiento y se paga o se recibe la diferencia entre el precio pactado y el precio del valor bajo las condiciones del mercado al momento del cumplimiento, así quien recibirá el dinero es quien haya obtenido ganancias a partir del comportamiento del valor en cuestión en el mercado durante el plazo del forward”. LARROTA ACEVEDO, Jeison. Op. cit., p. 16.

¹⁹³ Numeral 5.1.1. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

¹⁹⁴ *Ibíd.*

4.1.2 FUTUROS FINANCIEROS.

Jurídicamente los futuros financieros son contratos **estandarizados** donde se pacta la compraventa de uno o varios activos o de *commodities* en un plazo futuro, según una cuantía previamente acordada. Predicando, en suma, los mismos elementos de la esencia, aspectos contractuales y formas de liquidación de un *forward*.

Sus notas particulares vienen dadas, en primer lugar, porque el vencimiento, el tamaño o valor nominal, las características del subyacente, el lugar y la forma de entrega (especie o en efectivo)¹⁹⁵ son previamente establecidos, sin que pueda negociarse normalmente nada diferente al precio.

En segunda medida, son valores y como tales solo pueden tranzarse en el mercado organizado: en Colombia, en una bolsa donde opere la Cámara Central de Riesgo de Contraparte¹⁹⁶. Anotemos, sobre el particular, que la estructura de la relación ocupa un componente adicional: la CRCC pasa a ubicarse en medio de la ecuación, garantizando la observancia de las respectivas acreencias, eliminando el riesgo de contraparte¹⁹⁷. Desapareciendo en el proceso el vínculo jurídico entre las partes originales, trasladándose (según la posición asumida) en dirección a la

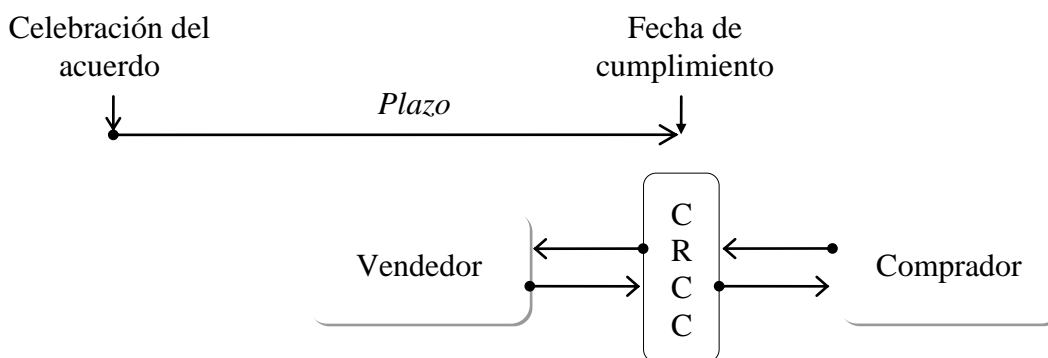
¹⁹⁵ Numeral 5.1.2. *Ibíd.*

¹⁹⁶ *Ibíd.*

¹⁹⁷ “ARTÍCULO 4.- OBJETO PRINCIPAL: La sociedad tiene por objeto principal y exclusivo: prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, con el propósito de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas”. COLOMBIA. CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA. Estatutos Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. – CRCC S.A., correspondientes a la reforma estatutaria aprobada por la Asamblea General de Accionistas de la CRCC S.A. en reunión extraordinaria, la cual fue llevada a cabo el 20 de enero de 2011; dicha reforma fue protocolizada mediante Escritura Pública No. 130 del 11 de febrero de 2011, otorgada en la Notaría Setenta y Una del Círculo de Bogotá, la cual se encuentra inscrita en el Registro Mercantil.

CRCC quien toma la calidad de contraparte de forma irrevocable¹⁹⁸. Aunque eventualmente una de las partes originales incumpla, ello no afecta la obligación que adquiere la Cámara con la otra, contando siempre con la facultad legal para interponer las acciones administrativas, judiciales o extrajudiciales que para ello estime pertinentes¹⁹⁹.

Figura 7. Posición de la CRCC.



Fuente: Elaboración propia.

Recuérdese que, ante la Cámara, deben pagarse inicialmente ciertas sumas de dinero a título de garantía, por ende, cada sujeto tiene una cuenta en la CRCC

¹⁹⁸ “ARTÍCULO 15. LAS CÁMARAS DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE. Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte tendrán por objeto exclusivo la prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, con el propósito de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas. En ejercicio de dicho objeto desarrollarán las siguientes actividades:

“a) Constituirse como acreedoras y deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones que hubieren sido previamente aceptadas para su compensación y liquidación, de conformidad con lo establecido en el reglamento autorizado por la Superintendencia de Valores [entiéndase, Superintendencia Financiera], asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable, quienes a su vez mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí”. COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 (8, julio, 2005). Op. cit.

¹⁹⁹ “... a través del mecanismo de novación, ésta se interpone entre cada una de las partes, convirtiéndose así en la compradora del vendedor y la vendedora del comprador de cada una de las operaciones, eliminando el riesgo de contraparte”. FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 277.

donde efectúa los depósitos correspondientes (*margin account*). Esto es importante porque, durante el plazo, la Cámara diariamente evalúa el nivel de riesgo que le representa el contrato según las condiciones al cierre del mercado (*marking-to-market*), encontrándose facultada para, de ser el caso, reajustar el valor de la garantía y solicitar la entrega de las sumas adicionales que hagan falta (*margin requirements*). Este es un asunto que todo inversionista debe tener en cuenta al momento de participar en la operación financiera.

Como desenlace, debemos agregar una ventaja especial de esta clase de operaciones: cualquiera de las partes puede cerrar su posición cuando lo estime conveniente, antes del vencimiento, mediante la ejecución de una transacción contraria a la inicialmente efectuada. Es decir, previo al cumplimiento, se considera que el vendedor o comprador del futuro se encuentra en una posición abierta, la cual técnicamente es factible deshacer: si se compró, se vende o viceversa. Entonces, si un inversor compró futuros sobre acciones, esto es, con el derecho de adquirirlas en cantidad y precio preacordados, puede venderlas mediante la celebración de otro acuerdo, para la misma fecha de vencimiento, pero a diferente precio, obteniendo o no ganancias según las diferencias que al final arrojen las respectivas liquidaciones en relación con el valor del activo en *spot*. Difícil de entender, pero esta es la práctica más extendida en el mercado²⁰⁰.

²⁰⁰ “El lector podría sorprenderse al saber que la gran mayoría de los contratos futuros que se inician nunca concluyen con la entrega de activo alguno. Esto es así, porque gran parte de los inversores deciden cerrar sus posiciones antes del periodo de entrega especificado en el contrato. Hacer o recibir la entrega en los términos del contrato de futuros es a menudo poco conveniente y en algunos casos básicamente caro, siendo cierto incluso para un coberturista que desee adquirir o vender el activo subyacente del contrato de futuros. Estos agentes prefieren, por lo general, cerrar la posición de futuros y, acto seguido, comprar o vender de la forma usual”. HULL, John C. Op. cit., p. 19.

4.1.3 OPCIONES.

Según FABOZZI, MANN y PITTS, «una opción es un contrato donde el vendedor otorga a quien la adquiere la facultad de elegir comprar, o vender, al primero un específico subyacente a un precio designado, dentro de un plazo también acordado. El vendedor confiere el derecho al comprador por una suma de dinero, llamada premio (*premium*) o precio de la opción»²⁰¹.

Visto así, una opción otorga a su comprador la libertad para decidir dentro de un periodo de tiempo, o al vencimiento, entorno a la ejecución o no de una transacción en particular. Entonces, como lo que ostenta es un derecho, más no una obligación, el comprador no puede ser centro de reproche si terminado el plazo decide dejar pasar el negocio planteado. Ocurriendo lo opuesto de usar la opción, pues con ello debe ejecutar cada una de las prestaciones correspondientes según lo dispuesto para el negocio jurídico objeto de la transacción.

En este orden de ideas, los elementos esenciales en un contrato de opción se estructuran sobre i) la determinación de la potestad a favor del optante y ii) la cargas con las que se gravarían las partes entre sí, de ocurrir el respectivo requerimiento; por esta última razón son contratos conmutativos: a pesar de la condición (decisión del comprador) las cargas entre contratantes son proporcionales y equivalentes. Entonces, de no estipularse la facultad la opción no existe, y sin las obligaciones a satisfacer, una vez ejercida la potestad, se diluirían

²⁰¹ Texto original: “An *option* is a contract in which the seller of the option grants the buyer of the option the right to purchase from, or sell to, the contract seller a designated instrument at a specified price within a specified period of time. The seller (*or writer*) grants this right to the buyer in exchange for a certain sum of money, called the *option price* or *option premium*”. FABOZZI, Frank J., MANN, Steven V. y PITTS, MARK. Introduction to Interest–Rate Futures and Options Contracts. En: The Handbook of Fixed Income Securities. FABOZZI, Frank J. y MANN, Steven V. (eds.). 7. ed., eBook: McGraw–Hill, 2005, p. 1165.

la eficacia del instrumento y la del derecho mismo²⁰².

En Colombia, estos contratos los contempló el legislador, sin definirlos²⁰³, en la Ley 51 de 1918, al expresar que la opción «impone al que la concede la obligación de cumplir su compromiso. Si la opción no estuviere sometida a un término o a una condición será ineficaz. La condición se tendrá por fallida si tardare más de un año en cumplirse. Las partes pueden ampliar o restringir este plazo»²⁰⁴. Esta es una norma aún vigente (aspecto que dota de tipicidad a este contrato, convirtiéndose así en la única excepción frente a lo planteado en el Capítulo III) de resorte comercial, más no bursátil, de la que simplemente creemos conveniente decir que, ante la falta de término, la opción es ineficaz, más no inexistente, como a bien lo establece el canon en comento.

Para concluir, como se pudo apreciar el *premium*, prima o precio de la opción no es un elemento que se predique de la esencia del acuerdo: sin él, la sustancia del instrumento no se altera, por lo que al cien por ciento no es un contrato oneroso, pues continuará presente la posibilidad de ser pactada la gratuidad²⁰⁵ en punto de tal prestación. No obstante, nos remitimos a las líneas plasmadas en el Capítulo III: la onerosidad es regla en toda operación financiera, la gratuidad, por el contrario, es una rara excepción.

²⁰² MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 54.

²⁰³ *Ibíd.*, p. 52.

²⁰⁴ Artículo 23. COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 51 (21, noviembre, 1918). Sobre establecimientos o sociedades de crédito. Bogotá D.C., 1918.

²⁰⁵ LARROTA ACEVEDO, Jeison. Op. cit., p. 24.

4.3.1 HISTORIA Y CLASIFICACIÓN.

HULL²⁰⁶ indica que las primeras compraventas de opciones tuvieron su origen en Europa y en los Estados Unidos de Norte América a mediados del siglo XVIII²⁰⁷. Sin gozar de buena reputación porque se ejecutaban prácticas fraudulentas, como el obsequiar a los intermediarios opciones, en las que el subyacente recaía sobre acciones de ciertas empresas, para que ellos recomendaran a sus respectivos clientes la compra de dichas acciones.

No obstante, con la entrada del siglo XX se crean gremios, como la Asociación de Agentes y *Dealers* de Opciones de Compra y Venta (*Put and Call Brokers and Dealers Association*), que dotan con un grado mayor de transparencia y seriedad la actividad, al estructurar un sistema para la confluencia de vendedores y compradores. Expandiéndose más tarde el mercado de opciones, desde la creación de la *Chicago Board Options Exchange* (1973), a la mayoría de sistemas organizados de la nación americana, pasando a ofrecer el producto el *American Stock Exchange* (1975), el *Philadelphia Stock Exchange* (1975) y el *Pacific Stock Exchange* (1976)²⁰⁸. Y luego:

En los años ochenta se desarrollaron los mercados sobre opciones en divisas, opciones sobre índices bursátiles y opciones sobre contratos de futuros. El 'Philadelphia Stock Exchange' es el principal mercado de opciones sobre divisas. El 'Chicago Board Options Exchange' negocia opciones sobre los índices bursátiles S&P 100 y S&P 500, el índice Nasdaq 100 (NDX) y el Dow Jones Industrial Average. La mayoría de los mercados que ofrecen contratos

²⁰⁶ HULL, John C. Op. cit., p. 7–8.

²⁰⁷ RAMÍREZ CELADA retrocede un poco más al afirmar que el primer mercado de opciones con cierto nivel de organización apareció en Holanda, en el siglo XVII, en el que se "... negociaban opciones de compra o de venta de tulipán en una fecha futura predeterminada". RAMÍREZ CELADA, Alberto. Productos derivados –Mercado de futuros y opciones–. En: Revista Mexicana de Agronegocios Sociedad Mexicana de Administración Agropecuaria A.C., La Universidad Autónoma de la Laguna, La Universidad Autónoma Agraria "Antonio Narro", Unidad Laguna, Enero–Junio, año 5, vol. 8, p. 183. Disponible en línea: <<http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/pdf/141/14108511.pdf>> [Consultado, 17 de Octubre de 2011].

²⁰⁸ HULL, John C. Op. cit., p. 7.

de futuros hoy en día también ofrecen opciones sobre contratos de futuros.
(...) Hoy existen mercados organizados de opciones en todo el mundo²⁰⁹.

En contraste, debe advertirse que el contrato de opción no se predica exclusivo del mercado organizado, como así ocurre con los futuros. Ya que la celebración de los primeros no está delimitada expresamente, como si se da en los últimos. Por tanto, para negociarse en Bolsa debe cumplir con los requisitos exigidos por el respectivo ordenamiento.

En el mercado organizado de Futuros y Opciones que administra la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, las operaciones en mención cumplen con las exigencias establecidas en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 (consúltese el Capítulo III) y hacen parte de aquellos instrumentos que, dependiendo del subyacente, el sistema permite su celebración y registro. Estando autorizados como tales los siguientes:

1. **Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Renta Fija:** Son aquellos contratos cuyo Activo Subyacente está referido a un Activo relacionado con los mercados de renta fija.

Dentro de este tipo de Contratos, se encuentra el Contrato de Futuro o de Opción cuyo Activo Subyacente son TES, considerados ya sea de manera individual o conjunta, a través de la construcción de una canasta o bono teórico, según lo defina la Bolsa mediante Circular (Futuro de TES).

2. **Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Renta Variable:** Son aquellos contratos cuyo Activo Subyacente está referido a un Activo relacionado con los mercados de renta variable.

Dentro de este tipo de Contratos, se encuentra el Contrato de Futuro o de Opción cuyo Activo Subyacente es el índice COLCAP de la Bolsa (Futuro de índice COLCAP).

²⁰⁹ Ibídem.

3. **Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Divisas:** Son aquellos contratos cuyo Activo Subyacente está referido a un Activo relacionado con el mercado de divisas.
4. **Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Tasa de Interés:** Son aquellos contratos cuyo Activo Subyacente está referido a un Activo relacionado con los mercados de tasa de interés.
5. **Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre *Commodities*:** Son aquellos contratos cuyo Activo Subyacente está referido a un Activo relacionado con el mercado de materias primas, agrícolas, eléctricas u otro relacionado²¹⁰. (Negrilla ausente en el original)

Por otra parte, es menester acotar que las opciones tienden estructuralmente a diferir unas de otras, de acuerdo con el derecho que otorgan y con la fecha de cumplimiento acordada.

En lo primero, una opción puede ser de compra (*call option*) o de venta (*put option*). Ostentando en ellas cada partícipe una de dos posiciones, según corresponda: i) en la tipo *call* está quien compra la opción (*long call*) y quien la vende (*short call*); denominándose los sujetos de forma diferente ii) en la tipo *put*, donde se encuentra quien compra la opción de venta (*long put*) y quien la vende (*short put*). Y, en cuanto a lo segundo, el ejercicio de la opción pende del intervalo temporal o el momento en particular en que se pueda hacer uso de ella. Siendo éste y el anterior criterio tratados a continuación.

4.3.2 OPCIONES CALL Y PUT.

A diferencia de los futuros y los *forwards*, técnicamente en las opciones la simetría

²¹⁰ Artículo 2.1.1. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

entre derechos y obligaciones en punto del acuerdo principal se rompe²¹¹. Toda vez que el dueño de la opción ostenta el derecho (no la obligación) de decidir libremente si se compromete, o no, con su contraparte en la ejecución de un negocio jurídico en particular. El cual puede variar según las intenciones del comprador así²¹²:

4.3.2.1 CALL OPTION.

Si la facultad que se confiere radica en poder adquirir un determinado subyacente de manos del vendedor, el tipo de opción que se negocia se denomina de compra u *call option*. Donde, con el ejercicio del derecho, el oferente de la opción deberá enajenar a favor del optante el respectivo subyacente en cantidad, calidad y precio (*strike*) pactados. Encontrándose así inmersos sus partícipes en una de las siguientes situaciones:

- A.** Dueño de la opción de compra: Persona que canceló el valor de la prima para contar con el derecho de comprar el activo subyacente, dentro de un periodo de tiempo, según un respectivo precio de ejercicio. Como su facultad radica en comprar, asume en definitiva una posición larga dentro del contrato (*long call*).
- B.** Emisor de la opción de compra: Persona que venderá en condiciones perfectamente definidas a su contraparte, llegado el caso, un determinado

²¹¹ COLORADO LEGARDA, Giovanni Humberto, FORONDA LÓPEZ, Sandra Lorena y RODRÍGUEZ BUILES, Juan Carlos. Como disminuir el riesgo de pérdida de inversión en el mercado de futuros denominados swap (una aproximación teórica). Trabajo de grado Especialista en Finanzas y Mercado de Capitales. Medellín: Universidad de Medellín, 2007, p. 58. Disponible en línea: <<http://cdigital.udem.edu.co/TESES/CD-ROM31192007/02.Texto%20completo.pdf>> [Consultado, 10 de Enero de 2012].

²¹² Este aparte se estructura conforme las apreciaciones esbozadas por el profesor FRADIQUE-MÉNDEZ, el lector puede remitirse al contenido de sus obras para adquirir mayor información al respecto. Véase, FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 281-288; FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía colombiana del mercado de valores. Op. cit., p. 229-231.

subyacente. Dominando una posición corta, ya que su principal prestación será de *dar*, concretamente, vender el subyacente centro de la opción (*short call*).

Y al interior del juego económico que se establece, por su parte, pueden ellos verse avocados financieramente a cinco escenarios diferentes:

- I. Si la volatilidad en el costo del subyacente es el riesgo que el inversionista busca cubrir, obviamente, faltará el requerimiento cuando el valor en *spot* del activo sea más bajo que el precio convenido como de ejercicio. Perderá lo pagado por la opción (utilidad en este caso para el vendedor), pero no comprará más caro que en el mercado.
- II. Si el precio en el mercado es igual al establecido como precio de ejercicio, para el titular de la opción será indiferente comprarle o no al vendedor. En ambos casos perderá el valor de lo cancelado por el derecho, no ocurriendo lo mismo para su contraparte, pues cada escenario le reportará por igual un beneficio (venta del activo a precio óptimo –sin pérdida o mayor utilidad– más el *premium* o simplemente lo percibido por este último concepto).
- III. Si el precio en el mercado es menor a lo que el comprador ha pagado más el precio de ejercicio, aquel ejercerá su derecho para así disminuir sus pérdidas²¹³. Si eso es así, el vendedor vive lo opuesto: sentirá una merma en la utilidad esperada, pues el precio de *strike* más el *premium* apenas si alcanzaran para generarle plusvalía, ya que el valor en *spot* se acerca

²¹³ “Un ejemplo de lo anterior se presenta cuando dos partes celebran un contrato de opción sobre una determinada acción y pactan que el tenedor pagará una prima de 100 y tendrá derecho a comprar la acción por 1000. Si en la fecha de ejercicio el valor de la acción en el mercado es de 1050, el tenedor de la opción ejercerá su derecho de tal forma que, al hacerlo, tiene una pérdida de 50 (pues pagó, en total, 1100 por un activo cuyo valor era 1050), lo cual es menor al valor de la prima pagada”. FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. Op. cit., p. 284.

considerablemente a la sumatoria resultante de lo que recibiría por aquellos dos.

- IV.** Ahora, si el comprador emplea su derecho cuando la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor en el mercado del subyacente es igual al valor de la prima, ninguna de las dos partes incurrirá en pérdidas, mucho menos en ganancias. e. g., una opción fue suscrita con un *premium* equivalente a 200 pesos colombianos (COP), con un *strike* en \$COP 800 y, llegada la fecha acordada, en el mercado el subyacente se cotizó en \$COP 1000. Nótese, que el optante técnicamente adquiere por \$COP 1000 la cantidad del subyacente, esto es, la suma entre lo dado a título de *strike* y lo entregado previamente como precio de la opción. Mientras que para el vendedor lo recaudado no le alcanza para obtener ganancias, pero le es suficiente para evadir la desventaja patrimonial de la transacción.
- V.** En el último evento, la situación del comprador será de ganancia y, correlativamente, para el vendedor de pérdidas. Lo cual será así, cuando en el mercado el precio del activo se cotee por encima de la sumatoria entre lo pagado por la opción y el precio de ejercicio. Toda vez que logrará comprar más barato que en el mercado, incurriendo coetáneamente de esta manera el vendedor en un quebranto equivalente al valor de la utilidad alcanzada por el optante.

4.3.2.2 PUT OPTION.

Si la facultad que se le confiere al optante consiste en vender, el tipo de opción que se negocia se denomina de venta o *put option*. De tal suerte que el emisor de la opción deberá comprar el respectivo subyacente a manos del optante. Ocupando las partes, según corresponda, una de las siguientes posiciones:

- A.** Dueño de la opción de venta: Sujeto que adquiere la facultad de vender, en condiciones preestablecidas, al emisor de la opción ciertas cantidades de un determinado subyacente. Aunque enajenar será su prestación final, por el simple hecho de comprar el instrumento asume una posición larga dentro de la opción de venta (*long put*).
- B.** Emisor de la opción de venta: Parte que deberá comprar un determinado subyacente, de manos y si así lo decide, al dueño de la opción. Como vende el derecho, en consecuencia, ostentará una posición corta en la operación financiera (*short put*).

Igualmente, según el escenario financiero, los contratantes afrontarán la materialización de una de las situaciones que a renglón seguido se enlistarán. Antes de ello, subrayemos que el oferente de la opción se obliga a comprar, cambiando así la forma en que se analiza la operación. Porque el valor de la opción, en función con las demás variables, pasa a comportarse de otra manera.

- I.** Faltará el requerimiento cuando el valor en *spot* del activo sea más alto que el precio convenido como de ejercicio. En otras palabras, el optante no transferirá la propiedad de un bien cuando el mismo acuse mejor precio que el negociado. Perderá lo cancelado por la opción (ganancia para el emisor del instrumento), pero no venderá más barato que en el mercado.
- II.** Si el precio en el mercado es igual al establecido como precio de ejercicio, para el titular de la opción será indiferente vender. En ambos casos perderá el valor de lo cancelado por el derecho, no ocurriendo lo mismo para su contraparte, pues cada escenario le traerá por igual un beneficio (téngase en cuenta que quien vende la opción recibe una contraprestación monetaria inicial, no obstante, desplegado el derecho deberá desembolsar una cantidad monetaria equivalente al precio de ejercicio, por tanto, si el *strike* y el *spot*

son iguales comprará el activo más barato, ello si incluimos lo recibido como *premium*; si no es usada la opción, sus ganancias girarán en función de lo percibido por este último concepto).

- III. Si la diferencia entre el precio del mercado y el convenido para el ejercicio es menor al valor de la prima, el optante ejercerá su derecho para así disminuir sus pérdidas. Cuando se da este evento, quien ostenta la posición corta pasa por lo contrario: sentirá una merma en la utilidad esperada, pues lo que deberá pagar, menos lo recibido, apenas si alcanzará para generarle plusvalía²¹⁴.
- IV. Cero utilidad o pérdida para ambas partes. Ello cuando la diferencia entre lo dado como precio de la opción y lo recibido a título de *strike* es igual al valor del activo en el mercado. Así, si el optante canceló 100 unidades de una determinada moneda y venderá en 900 unidades de la misma, cuando la diferencia sea igual al valor del activo en el mercado (800 unidades) no representará ninguna utilidad o menoscabo para cualquiera de los contratantes. Existirá menoscabo para el optante, si por alguna u otra razón no enerva su derecho.
- V. Ya si el valor en *spot* es menor al precio de ejercicio menos el valor entregado como premio, el optante obtendrá ganancias (vender más caro

²¹⁴ La explicación es confusa, pero veamos mejor el panorama con un ejemplo: pensemos que se acordó la venta de unas acciones por un valor de \$COP 1000, cotizándose tales en el mercado llegada la fecha de ejercicio en \$COP 950. Ahora, juzguemos que el precio pagado por la opción fue de \$COP 100, entonces, quien compró el derecho preferirá ejercer el mismo y así disminuir su pérdida, ya que al final venderá por \$COP 900 (*strike* menos *premium*), contrario a lo que pasaría de ir directamente al mercado pues las transacciones le representarán un total de 850 pesos, importe menor, si se mira de forma global todo el proceso financiero (\$COP 950 de lo que recibirá en el mercado menos \$COP 100 correspondientes a lo entregado por la opción).

El vendedor, por su parte, comprará en principio más caro que en el mercado (\$COP 1000), pero si descontamos lo recibido como prima (\$COP 100), notoriamente el precio de la transacción le será menor (\$COP 900), reduciéndose así la ganancia proyectada.

que en el mercado), mientras que el emisor se verá envuelto en una transacción en la que no obtendrá utilidad alguna, solo pérdidas.

4.3.2 OPCIONES AMERICANAS, EUROPEAS Y BERMUDAS.

Este criterio divide las opciones según la fecha, fechas en particular o el intervalo de tiempo dentro del cual el optante estará facultado para exigir su derecho. Se precisa, tal y como lo sostienen GRAY y PLACE, que esta «denominación no se refiere al lugar de las operaciones, sino al periodo en el que la opción puede ser ejercida»²¹⁵.

De las tres enunciadas, solo la Opción Europea es definida actualmente por la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA, al decir que las «opciones europeas estándar son contratos mediante los cuales se establece para el adquirente de la opción el derecho, más no la obligación, de comprar o vender el subyacente, según se trate de una opción *call* o de una opción *put*, respectivamente, a un precio determinado, denominado precio de ejercicio, **en una fecha futura previamente establecida**, la cual corresponde al día de vencimiento»²¹⁶. Nótese que en esta clase de opción la decisión entorno al derecho solo procede en una fecha específica, sin que pueda contarse con ella en otro momento.

Por su parte, una Opción Americana es aquella donde el optante puede hacerse a su facultad en cualquier momento, dentro del lapso temporal que comprenda la vida de la opción. Y, por su lado, en una Opción Bermuda el titular únicamente puede ejercer su potestad en cualquiera de varias fechas individualmente

²¹⁵ GRAY, Simon y PLACE, Joanna. Derivados financieros. En: Ensayos Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Octubre, 2003, no. 69, p. 27. Disponible en línea: <<http://www.secmca.org/DOCUMENTOS/DP/CurvasRendimiento/Bibliografia/02.pdf>> [Consultado, 17 de Octubre de 2011].

²¹⁶ Numeral 5.1.4. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Op. cit.

preestablecidas²¹⁷.

4.1.4 SWAPS.

Un *swap* es un contrato financiero donde dos agentes económicos acuerdan el intercambio de flujos de caja, durante un cierto período de tiempo.

Así, en todo *swap* el intercambio de obligaciones se extiende en el futuro²¹⁸, debido a que esta clase de instrumento en principio se encuentra ligado a otro negocio, de tracto sucesivo. Son contratos de la clase *do ut des*²¹⁹ a los que normalmente se les denomina *permutas financieras*. A pesar de ser tal calificativo simplemente formal, debiéndose tener cuidado al respecto, ya que su significado y alcance con dificultad pueden compararse con la concepción y la naturaleza de la *permuta* que regula nuestro ordenamiento, donde se contraponen sistemáticamente *cosa* y *dinero*.

Como toda clase de derivado, su principal fundamento económico consiste en fungir como instrumento de cobertura. Sin embargo, también se discute su viabilidad a raíz del ***principio de la ventaja comparativa***.

En una explicación muy sencilla, podemos decir que dicha teoría demuestra que cada miembro de la economía tiene en comparación con otro ciertas virtudes (capacidad de producción, fabricación a menor coste, venta rápida de mercancías,

²¹⁷ En Colombia, las opciones Americanas y Bermudas se consideran derivados financieros exóticos. Numeral 5.2. *Ibíd.*

²¹⁸ Esta característica permite diferenciarlo de otras figuras, como el *forward*.

²¹⁹ ESPAÑA. JUZGADO DE LO MERCANTIL NÚMERO 1 DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA. SJM 71/2011. 09 de mayo de 2011. Ponente: JESUS MIGUEL ALEMANY EGUIDAZU. Id Cendoj: 35016470012011100005.

mejor utilidad dada la fortaleza de la moneda con la que opera, etc.). Llevada al plano financiero, esta teoría permite entender por qué la posibilidad de obtener financiación a menor precio en los mercados es diferente, toda vez que, dependiendo de la empresa, ciertas compañías son virtualmente más interesantes (menos riesgosas) para invertir que otras. El problema radica en que no toda necesidad financiera se resuelve con el mismo tipo de financiación.

Para el caso de los *swaps*, pensemos en una compañía que necesita de ciertos activos bajo unas condiciones y costes que otra organización se encuentra en capacidad de adquirir. Por su parte, dicha organización puede que esté buscando un modo de financiación diferente, que a la compañía mencionada es dable conseguir. En este caso, solo restaría acercar tales opuestos bajo el compromiso contractual de obtener directamente el modo de financiación que necesita la otra empresa, e intercambiar el flujo de capitales y las obligaciones del respectivo instrumento, ocupándose en la práctica la posición financiera tomada por la contraparte, como si se tratase de un contrato suscrito por sí mismo. Gracias a este principio (desde el que se fundamenta la teoría del comercio internacional²²⁰), con los *swaps* una compañía puede obtener crédito a una tasa comparativamente menor, al que realmente podría acceder con base en su posición crediticia²²¹.

Pese a lo anterior, la utilización de *swaps* se realiza más con propósitos de cobertura, siguiendo el ***principio de los riesgos compensados***. Esto es, tal y como se dijo en el Capítulo II, el de tomar una postura de riesgo contraria y equivalente a la original, para así compensar ambos riesgos²²².

²²⁰ MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. Cómo entender los swaps. Traducido por Ing. Ernesto Uranga Flores. 1 reimpresión. México D.F.: Compañía editorial continental, S.A. de C.V., 1997, p. 8.

²²¹ DECOVNY, Sherree. SWAPS. Traducido por Alfredo Díaz Mata. México D.F.: Editorial Limusa, S.A. de C.V., 1996, p. 12.

²²² MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. Op. cit. p. 12.

4.1.4.1 ORÍGENES.

MARSHALL y KAPNER²²³ narran que el origen de los *swaps* se remonta a los años setentas, en medio de un contexto donde los tipos de cambio²²⁴ se comportaban volátiles en extremo. Fue en los días que siguieron al colapso del Acuerdo de Bretton Woods²²⁵, donde se dio pie a la creación de una serie de instrumentos similares al *swap* a fin de cubrir las operaciones que se adelantaban con divisas, donde las multinacionales buscaban protegerse a largo plazo²²⁶. Empero, el propósito de tales instrumentos venía disímil, con los usos, el tiempo y las nuevas generaciones el tema se empezó a registrar, estudiar y aplicar bajo las perspectivas de manejo de riesgos y reducción de costos.

Estos *swaps* primigenios, agregan, eran una prolongación de los préstamos o paralelos²²⁷, y los *back-to-back*, nacidos en el Reino Unido, los cuales pretendían evitar la rigidez del cambio de divisas que se provocaba por una decisión política de la época: los británicos gravaron las transacciones, incluyendo las realizadas con su propia moneda, lo cual acrecentaba los costos de las negociaciones. Creían que de esta forma reducirían la salida de capitales y, con ello, se alentaría

²²³ MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. Op. cit., p. 4–7.

²²⁴ Un tipo de cambio *–exchange rate–* puede entenderse como el número de unidades monetarias, de un país (o región), que se requieren para poder adquirir una unidad monetaria diferente.

²²⁵ También conocido como los acuerdos de Bretton Woods, son las resoluciones emanadas en la conferencia monetaria y financiera de las Naciones Unidas, celebrada entre el 1 y 22 de julio del año 1944. Su principal meta fue dar marcha a un nuevo orden económico internacional y estabilizar el comercio con el empleo de un sistema monetario internacional, con un tipo de cambio fuerte y estable fundado, particularmente, en el dólar. Otros aspectos sobre el Acuerdo(s) de Bretton Woods, véase [En línea]: <[http://es.wikipedia.org/wiki/ Acuerdos_de_Bretton_Woods](http://es.wikipedia.org/wiki/Acuerdos_de_Bretton_Woods)> [Consultado, 29 de Noviembre de 2011].

²²⁶ “En efecto, el colapso del sistema de Bretton Woods con su tipo de cambio fijo, y el abandono total del patrón oro para el dólar realizado por el Gobierno de Estados Unidos en el año 1971, generaron amplias fluctuaciones en los precios de las divisas, añadiendo una nueva y mayor incertidumbre en las transacciones internacionales”. MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit., p. 22.

²²⁷ “Los préstamos paralelos fueron los precursores de los swaps, en particular de los swaps de divisas, y estuvieron en boga a finales de las décadas de 1960 y 1970 como medio para financiar la inversión en el extranjero en virtud de los reglamentos para controlar el intercambio de divisas”. DECOVNY, Sherree. Op. cit., p. 9.

la inversión interna. Primero fueron los préstamos paralelo, y con ellos se conseguía evitar los impuestos; luego los *back-to-back*²²⁸, que en síntesis significaban una modificación simple de los anteriores; y finalmente el *swap* de divisas, como una extensión del *back-to-back*.

Operativamente los flujos de los *swaps* nacientes eran semejantes a los producidos en una relación *back-to-back*, por ello se les llamó inicialmente **intercambios de préstamos**²²⁹. Los *swaps* se expandieron como productos aventajados, toda vez que eran pactos sencillos, en contravía de las amplias consideraciones y entramados contractuales y de otros problemas que se tenían en cuenta, propios de las figuras que le antecedían²³⁰.

Cuentan, además, que al contrario de lo que se piensa, el primer *swap* de divisas no se celebró en Londres en 1979, sino que el verdadero involucró al BANCO MUNDIAL²³¹ y a IBM como contrapartes. En todo caso, es en cuanto al tamaño de las primeras contrapartes que los *swaps* de divisas generaron confianza. Y cuando se empezaron a comprender los beneficios de cobertura de riesgos y disminución

²²⁸ “Los préstamos *back-to-back* involucran dos corporaciones domiciliadas en dos diferentes países. Una firma acuerda solicitar fondos en su mercado doméstico y prestarlos a la otra firma. La segunda firma, a cambio, solicita fondos en su mercado doméstico y los presta a la primera. Mediante este sencillo acuerdo, cada firma está en posibilidad de tener acceso a mercados de capital en un país extranjero sin ningún intercambio en los mercados de divisas. Los préstamos paralelos funcionan de manera similar, pero involucran cuatro firmas”. MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. Op. cit., p. 5.

²²⁹ *Ibidem*.

²³⁰ “Habían tres problemas importantes con los préstamos paralelos. En primer lugar, si una de las partes no cumplía con sus obligaciones, la otra parte no se libraba de forma automática de las obligaciones adquiridas bajo el acuerdo de préstamo. En segundo lugar, aun cuando los dos préstamos se cancelaran uno a otro, se les seguía considerando elementos del balance general para propósitos de contabilidad y fiscales. En tercer lugar, era difícil llegar a un acuerdo sobre los préstamos paralelos porque era necesario encontrar dos contrapartes que tuvieran necesidades exactamente compensables”. DECOVNY, Sherree. Op. cit., p. 9–10.

²³¹ “Sólo en 1985, el Banco Mundial participó en 50 *swaps*, con un vencimiento promedio de 6.4 años y un capital total de \$1.36 millones de millones de dólares. Del capital total, \$887 millones se negociaron en francos suizos, \$268 millones en francos alemanes, \$96 millones en florines y \$109 millones en yenes. Las transacciones de *swaps* del Banco Mundial redujeron en 5.56% el costo global de los créditos”. *Ibidem*.

de costos su empleo se disparó notoriamente. De tal suerte que entre los *swaps* de divisas y los de tasas de interés no pasó mucho tiempo. El primer *swap* de esta nueva clase se celebró en Londres en 1981²³² y en 1982 ingresó a Estados Unidos cuando la *Student Loan Marketing Association* (Sallie Mae) acordó un *swap* de tasa fija a tasa flotante²³³.

Difundiéndose, finalmente, el concepto de *swap* en 1986 cuando el *Chase Manhattan Bank* introdujo el *swap* de materias primas. En 1989, *Bankers Trust* realizó el primer *swap* de acciones y valores²³⁴.

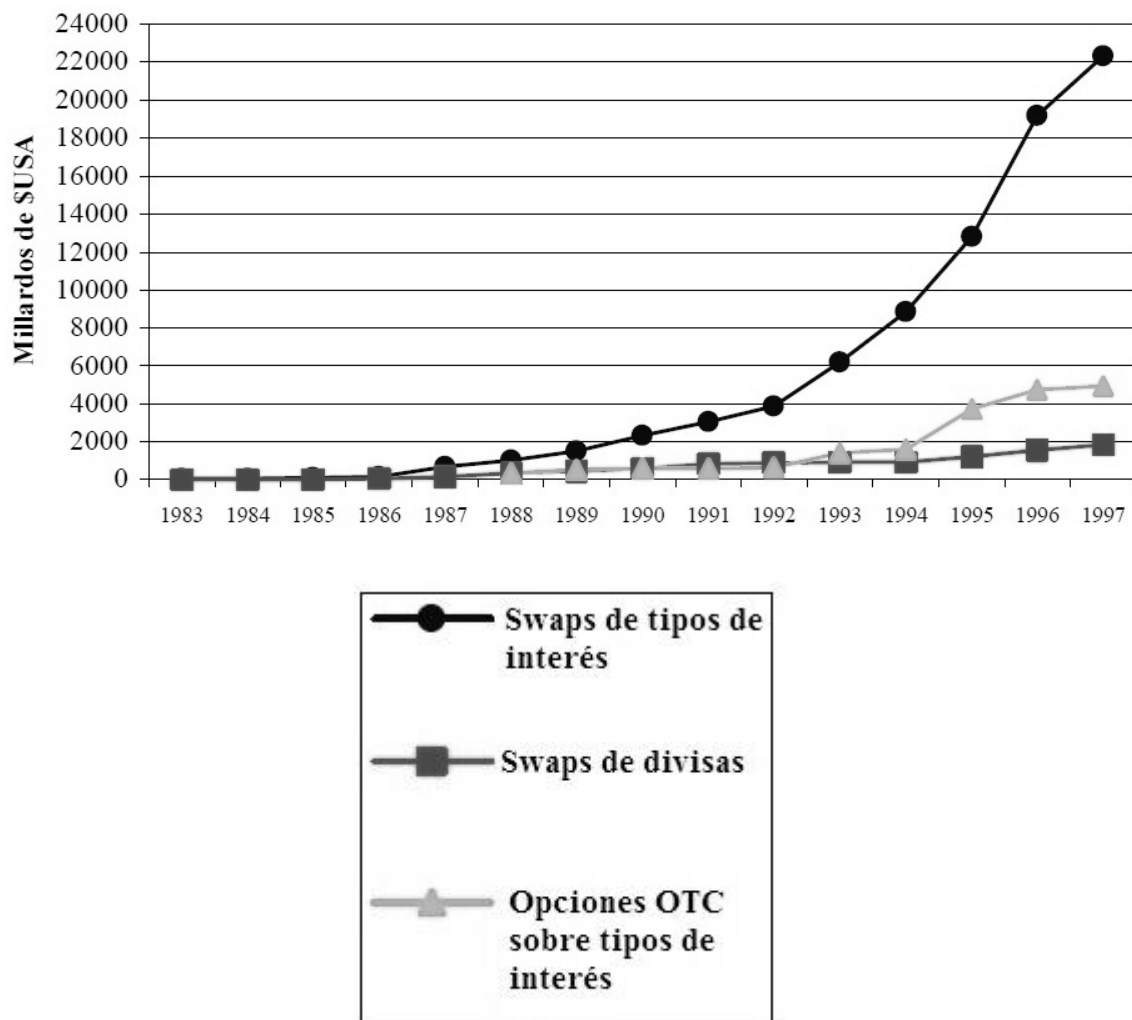
Del proceso, tómesese como referente el contenido ilustrado en la figura número 8 donde se relaciona el crecimiento del mercado de *swaps* de tipos de interés, el de divisas y de algunas opciones negociadas en mercados sobre el mostrador, durante las décadas de los ochentas y noventas, según los montos tranzados en dólares americanos.

²³² DECOVNY concuerda: “El mercado de *swaps*, como se le conoce actualmente, ha existido apenas desde 1981, aunque se pueden encontrar algunos ejemplos simples que se dieron a mediados de la década de 1970”. *Ibíd.*

²³³ MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. *Op. cit.*, p. 6.

²³⁴ *Ibíd.*

Figura 8. Evolución del principal nocional de las operaciones en vigor. Años 1983–1997.



Fuente: TÉLLEZ, Cecilia, DE LA TORRE, Antonio y TRUJILLO, Antonio. Desarrollo histórico y perspectivas futuras de los mercados financieros derivados OTC. *En*: Documentos de Trabajo, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica Del Perú. Octubre, 1998, no. 151, p. 12.

4.1.4.2 ESTRUCTURA.

Prevista fue la definición del *swap*. Por consiguiente, en adelante el enfoque estará precisado en las particularidades propias de cada una de sus variantes más relevantes. Así, antes de analizar cómo se comportan los *swaps* en sus modalidades más relevantes, revisaremos su estructura básica.

La organización elemental de los *swaps* es muy sencilla, aplicable, en general, a todas sus variantes. Quizá el mayor problema que anexan se reduce al nivel de detalle y al sin fin de cuidados a tener en cuenta al momento de redactar los términos contractuales y de acomodar el gran número de cláusulas especiales a incluir para ajustar el instrumento ante una necesidad específica²³⁵:

Se precisan dos entidades, llamadas **contrapartes**, quienes se comprometen a efectuarse pagos periódicos teniendo en cuenta ciertas cantidades de activos subyacentes, activos que pueden o no intercambiarse. Al activo subyacente se le denomina **nocional** y a los importes que se cancelan mutuamente **pagos de servicio**²³⁶.

En la totalidad de los *swaps*, salvo casos muy excepcionales, una de las partes realiza sus pagos según un valor fijo (*cupón swap*) y, la otra, hace lo propio pero teniendo en cuenta un valor variable. Los pagos se calculan aplicando el monto del respectivo nocional a la fórmula indicada en el acuerdo.

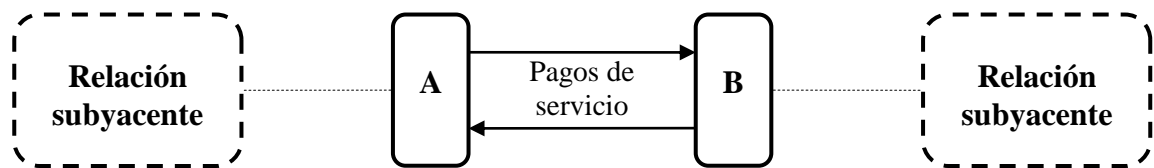
La figura número 9 presenta un escenario ideal, donde se supone un encuentro directo entre dos compañías. Es ideal, porque en la práctica es difícil encontrar dos partes que estén en las mismas condiciones y prediquen similares intereses financieros que permitan la celebración del acuerdo en óptimas condiciones,

²³⁵ *Ibíd.*, p. 29.

²³⁶ *Ibíd.*, p. 30.

siendo a su vez tal proceso costoso, pues se requiere una infraestructura compleja y de un completo trabajo para conseguir semejante información. Por esa razón, siempre encontramos un intermediario, el que en casi la totalidad de las veces es una entidad financiera.

Figura 9. Swap: Estructura elemental.



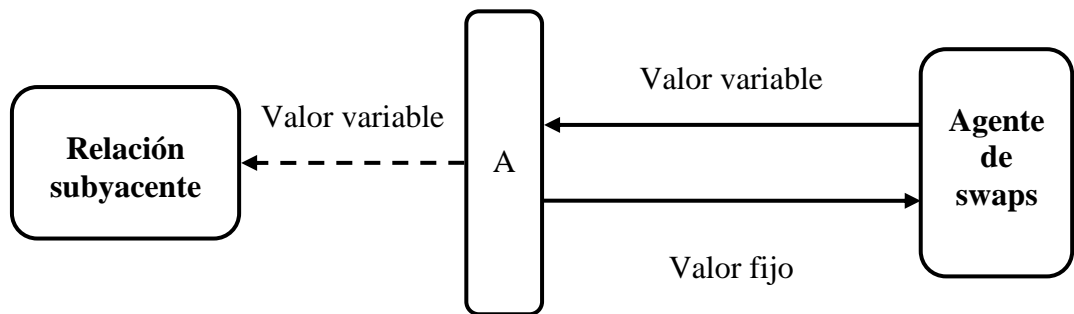
Fuente: Elaboración propia.

Según MARSHALL y KAPNER, tal facilitador puede asumir la calidad de **corredor** o **agente** de *swaps*: en la primera, simplemente se encarga de buscar en el mercado partes en estado adecuado para celebrar el acuerdo, cobrando una comisión por su labor²³⁷; la segunda es la más habitual, y en ella el agente asume la condición de contraparte de *swap* (lo cual se conoce como posicionamiento del *swap*, poner el *swap* en el portafolio o almacenamiento de *swaps*), ganando por sus servicios un **margen de pago-recibo** o **margen de licitación**, esto es, la diferencia entre el cupón *swap* que el agente paga con el que recibe de su contraparte²³⁸.

²³⁷ “Durante el proceso de búsqueda y en las etapas iniciales de la negociación, el corredor de swaps asegura el anonimato de las otras partes potenciales. Si las negociaciones se rompen, ninguna parte está en riesgo de haber divulgado a la otra su situación financiera. Cuando actúan como corredores, las instituciones financieras que proporcionan el servicio no asumen algún riesgo, dado que no están tomando posición alguna en el swap”. *Ibid.*, p. 13.

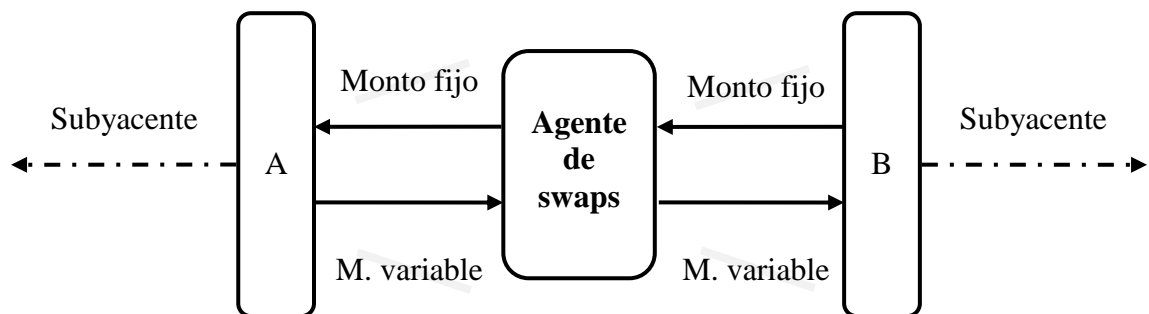
²³⁸ *Ibidem.*

Figura 10. Cuando la contraparte es un agente de *swap*.



Fuente: Elaboración propia.

Figura 11. Compensación de riesgos por parte del agente de *swaps*.

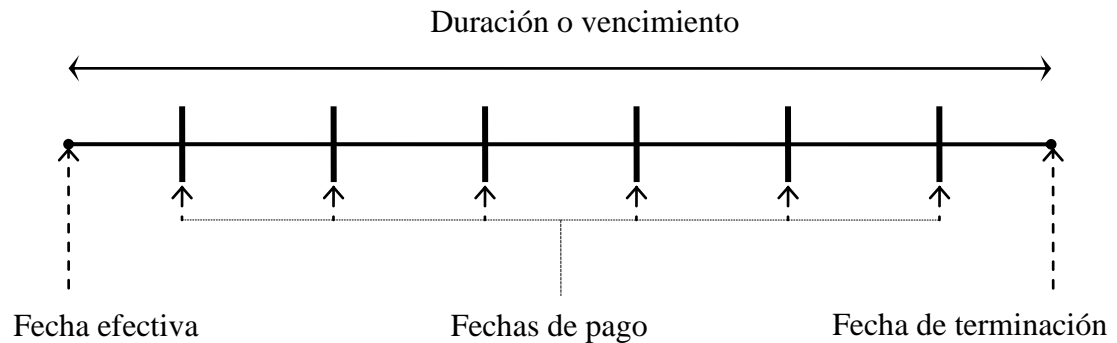


Fuente: Elaboración propia.

El agente ofrece cobertura, por tanto, asume el riesgo objeto de transferencia (riesgo de tasa de cambio, de tasa de interés, etc.), por eso opera como especulador. Empero, además de apostar a su profundo conocimiento y capacidad de análisis del mercado, puede en un momento dado tomar una posición de riesgo contraria, mediante la celebración de otro *swap*, para así anular técnicamente ambos riesgos.

Cabe anotar que en términos de inicio, ejecución y finalización, los *swaps* i) parten de una fecha efectiva, también conocida como fecha de valor y ii) culminan según una fecha acordada que se dice de terminación o fecha de vencimiento; iii) el lapso entre el inicio y el vencimiento se denomina periodo de duración o vencimiento y iv) finalmente, se entienden como fechas de pago los días en que deben hacerse los intercambios correspondientes. Siendo elementos de su esencia, entonces, i) la determinación de al menos una tasa o índice subyacente; ii) la disposición de dos o más plazos; y iii) de uno o más valores nominales²³⁹.

Figura 12. Swap: Línea de tiempo.



Fuente: Elaboración propia.

4.1.4.3 SWAP DE TASAS DE INTERÉS.

Son llamados de forma extendida como *swaps* genéricos o convencionales (o *swap de vainilla*²⁴⁰), porque su utilización es la más común en el mercado.

MENDOZA ÁLVAREZ, partiendo del intercambio periódico de flujos de caja, sintetiza la organización de los *swaps* de tasas de interés, donde «generalmente, una parte

²³⁹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Op. cit. 48.

²⁴⁰ DECOVNY, Sherree. Op. cit., p. 27.

transfiere a la otra un flujo de caja cierto y fijo que se calcula multiplicando una tasa de interés fija, acordada al momento de celebrar el contrato, por el valor nominal. Su contraparte se obliga a transferir un flujo de caja variable. El objetivo del contrato es sustituir financieramente un flujo de caja variable por uno fijo, o viceversa»²⁴¹.

En este orden de ideas, en el *swap* de tipos de interés –*Interest Rate Swap* (IRS), una de las partes entrega efectivo teniendo en cuenta una tasa fija y, a su vez, recibe de su contraparte capital, pero calculado a partir de una tasa variable (*swap* de fijo contra variable o *coupon swaps*²⁴²) o realiza el movimiento de capital pero computado su importe según un tipo variable, siendo las variables diferentes para cada sujeto de la relación (*swap* de variable contra variable o *basis swaps*²⁴³). En ambos casos, los guarismos se obtienen de aplicar las formulas correspondientes a un mismo valor (*nocional*), de modo que el derivado sea técnicamente equitativo y cumpla con su propósito: transformar la naturaleza de los intereses a los que, en el negocio subyacente, se obliga una de las partes.

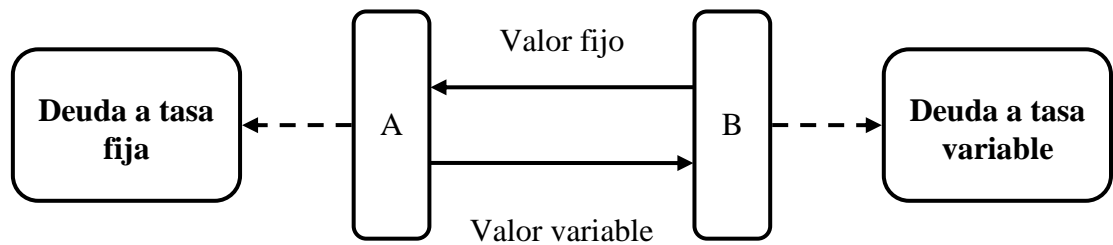
De las figuras 13 y 14 se puede notar cuál es la mecánica que permite sustituir artificialmente la naturaleza de los intereses que una entidad adeuda en la relación jurídica subyacente, especialmente, cuando pensamos en un escenario ideal de cobertura.

²⁴¹ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p. 137.

²⁴² ESPAÑA. JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA NÚMERO 11 DE SEVILLA. SJPI 32/2011. 20 de julio de 2011. Ponente: FRANCISCO BERJANO ARENADO. Id Cendoj: 41091420112011100002.

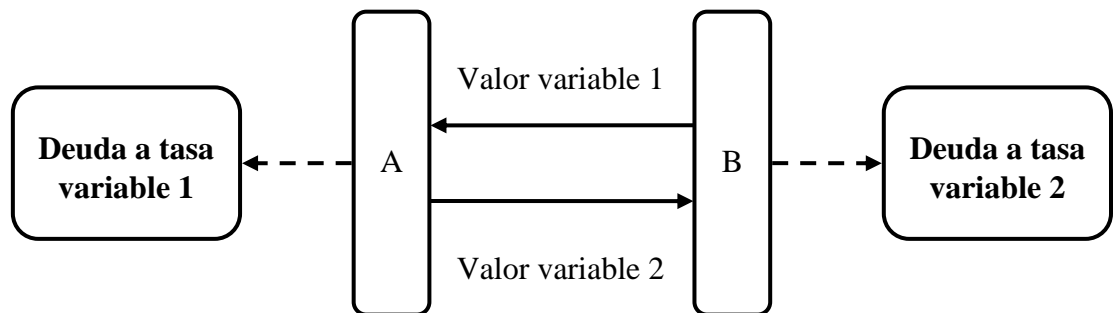
²⁴³ *Ibíd.*

Figura 13. *Coupon swap.*



Fuente: Elaboración propia.

Figura 14. *Basis swap.*



Fuente: Elaboración propia.

En los dos eventos, por ejemplo, “B” está obligado a cancelar intereses en un negocio jurídico subyacente a una tasa variable. Con el *coupon swap* paga tasa fija y recibe de “A” tasa variable, por lo que en últimas todo su movimiento de capital se ejecuta en tasa fija. En consecuencia, “B” le traslada a la compañía “A” el riesgo de tipo o tasa de interés, asegurando su posición crediticia, porque no soportará la inestabilidad que normalmente experimenta la tasa variable en el mercado.

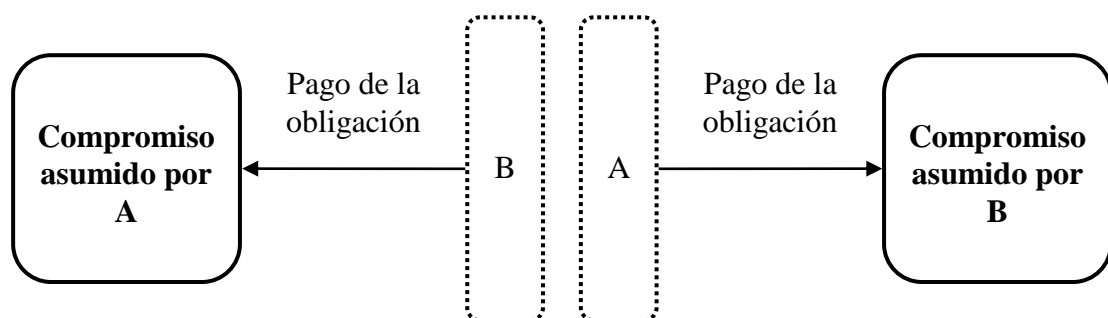
Aparte de la utilidad que se obtiene con el aprovechamiento de las ventajas

comparativas de cada empresa, en un escenario donde las condiciones de financiación se ejecutan a un costo menor al que lograrían conquistar en el mercado por sí mismas: aunque la compañía “A” se expone a un posible aumento de las tasas, también puede beneficiarse de la caída o disminución de las mismas, lo que le significaría un ahorro, en comparación con el importe que normalmente cancelaría en su contrato subyacente.

En el *basis swap*, por el contrario, las dos empresas se trasladan el riesgo implícito de cada tasa de interés. Nótese que, en ambos casos, virtualmente se asume la posición de la contraparte, como si se hubiesen obligado directamente, pero a fin de satisfacer una necesidad propia.

Ahora bien, como en todo *swap*, las prestaciones se ejecutan en varias fechas futuras. Igualmente, el *swap* de tasas de intereses no se suele configurar como un contrato completamente autónomo, sino un vinculado a otro que es el contrato de préstamo o crédito, desde el que se define el pacto de intereses. La causa concreta de este tipo de *swaps* es reducir los riesgos de las oscilaciones de los tipos de interés y con ello minimizar, en lo posible, los gastos de las transacciones mercantiles.

Figura 15. En un *swap*, técnicamente, se toma la posición contraria.



Fuente: Elaboración propia.

Por ello, se vinculan el contrato de préstamo y la *permuta*, cuya suerte han de seguir, y clasificarse conjuntamente con ellas²⁴⁴. Hecho que no significa que el subyacente actúe como contrato principal y el derivado como accesorio, ambos son autónomos, el punto radica en que la variabilidad del subyacente puede afectar las condiciones y efectos establecidos para el derivado.

Resaltamos que en el mercado los *swaps* se emplean únicamente sobre la base del intercambio de los flujos de efectivo, siendo raro el intercambio del respectivo subyacente. Normalmente la relación subyacente está definida de forma previa a la celebración del acuerdo, por tanto, el único interés que reporta el derivado es la redistribución del riesgo y no el de servir como mecanismo de financiación, en el sentido exacto del término.

Por último, sin importar el modo en que se liquida la tasa a deber, sea esta fija o flotante, existe como mínimo un extremo contractual sujeto a un índice variable, lo que lleva a concluir que, sin lugar a dudas, aleatorio es esta clase de instrumento.

4.1.4.4 SWAP DE DIVISAS.

En esta variedad, el acuerdo plasma una especificación sobre las monedas (de países o regiones diferentes) que se han de intercambiar, fijándose, además, la tasa de interés que regirá cada una de ellas (fija o flotante), el programa de pagos y cualquier otra clase de estipulaciones orientadas a reglar la relación entre las partes²⁴⁵.

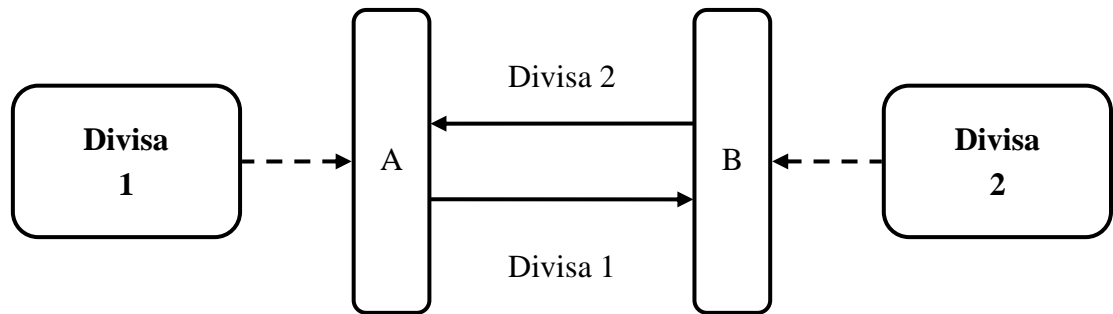
Así, en un *swap* de divisas lo que se acuerda es el intercambio de los pagos de

²⁴⁴ ESPAÑA. JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA NÚMERO 11 DE SEVILLA. Op. cit.

²⁴⁵ MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. Op. cit., p. 3.

interés dados en una divisa, por aquellos que se deben en función de otra²⁴⁶.

Figura 16. Swap de divisas.



Fuente: Elaboración propia.

4.2 ALGUNOS DERIVADOS EXÓTICOS.

4.2.1 FORWARD RATE AGREEMENTS (FRAS).

En este acuerdo, dos partes fijan de antemano una tasa para predefinir el valor de los intereses que una de ellas adeudará en una prestación dineraria futura. Veamos:

La empresa "AB" proyecta adquirir un préstamo dentro de 5 meses, pero ante el comportamiento reciente del mercado encuentra que probablemente los tipos de interés se irán al alza. Por esa razón a día de hoy entra en una operación FRA con una institución financiera, conviniendo que a partir del mes 5 y hasta el vencimiento del crédito (digamos 5 meses más) con la ayuda del derivado siempre cancelará sobre el 2% mensual. Así, de ser la tasa en la relación subyacente

²⁴⁶ DECOVNY, Sherree. Op. cit., p. 59.

mayor (pensemos en un 3%), su contraparte deberá abonarle el valor restante para completar el precio a pagar (1%); ahora, de ser un interés más bajo (para este caso 1.5%), “AB” deberá cancelarle a la institución financiera la diferencia (0.5%). En consecuencia, sin importar el escenario “AB” técnicamente cumple su acreencia en tasa fija, esto es, sin soportar el riesgo de los tipos de interés.

Entonces, en lo que respecta al derivado financiero, i) lo que se hace es establecer una tasa fija y una fecha desde la cual comenzará a computarse el cobro de intereses; ii) según un plazo o termino igualmente preestablecido; iii) calculándose el monto a pagar conforme al valor del crédito que una de las partes asumirá (valor nominal); iv) sin que exista intercambio de subyacente alguno; vi) comprometiéndose los extremos de la relación, según corresponda, en abonarle al otro el diferencial necesario para que en todo momento el total de los intereses que deben cancelarse en la operación subyacente corresponda al fijado en el *Forward Rate Agreement*.

4.2.2 CAPS, FLOORS Y COLLARS.

En estas operaciones el vendedor del instrumento se obliga a cambio de una prima, cuando exista una variación en los tipos de interés que traspase la tasa mínima o máxima establecida en el acuerdo, a compensar en favor del comprador la diferencia correspondiente.

Así las cosas, en un contrato *cap* (cima) el vendedor ofrece cobertura si el interés variable que se adeuda en la relación subyacente supera un tope establecido para el efecto. Todo, sin que el comprador pierda el derecho a beneficiarse en cada momento del fenómeno contrario, i. e., la caída en las tasas de interés.

En los contratos *floors* (pisos) se aplica el sistema inverso. Enfocándose el instrumento en evitar que el comprador incurra en mayores pérdidas en su

portafolio de inversión: se concreta un cierto margen que está dispuesto a tolerar, debajo del cual será el vendedor quien le garantice la ganancia mínima proyectada, evadiendo así el impacto negativo que le representaría para sus expectativas financieras un descenso exagerado de las tasas de interés.

Ya en el caso de los *collars*, lo que se hace es comprar y vender a la par un techo (*cap*) y un piso (*floor*). De modo que en su forma más sencilla la prima recibida en el contrato *floor* puede utilizarse para el pago de los honorarios de adquisición del *cap*²⁴⁷. Además de anular el valor de la prima, el propósito del derivado es proteger a su dueño ante el ascenso de las tasas. Aunque se incluye un piso, se espera que las tasas permanezcan por encima, de modo que rara será la ocasión en que deba efectuar pagos.

4.2.3 SWAPTIONS.

Estos contratos ostentan la estructura, características y modalidades de una opción, pero el negocio a ejecutar una vez ejercido el derecho es un *swap*, generalmente de tipos de interés.

En consecuencia, con el pago de una prima, quien compra el derivado adquiere el derecho, más no la obligación, de entrar o no en una operación *swap* perfectamente definida y delimitada con el vendedor del instrumento²⁴⁸. Pudiéndose, así, distinguir dos tipos de *swaptions*²⁴⁹:

²⁴⁷ MADURA, Jeff. Mercados e instituciones financieras. 5 ed., México D.F.: Thomson Learning, 2001, p.393.

²⁴⁸ A diferencia de los *caps* y *floors*, los *swaptions* son derivados que se desempeñan en plazos aún más largos, asumiendo un nivel de cobertura de menor calidad, pues debe afrontarse continuamente las fluctuaciones en los tipos de interés, una vez ejercido el derecho, hasta la fecha de finalización de la operación. Sobre el particular, véase, LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper y PÉREZ SOMALO, Miguel. Opciones financieras y productos estructurados. 2 ed., Madrid: McGraw-Hill, 2003, p. 242-244.

²⁴⁹ *Ibíd.*, p. 243.

- I. *Swaption payer*. El comprador del instrumento acuerda que, de entrar en el *swap*, los importes a realizar se computaran en tasa fija, recogiendo los pagos de su contraparte en tasa flotante. En este acuerdo, normalmente el optante desplegará su potestad cuando los tipos de interés en el mercado se encuentren por encima de la tasa –fija– estipulada en el instrumento financiero.

- II. *Swaption receiver*. El comprador del instrumento pacta, por el contrario, que sus pagos se ejecutaran en tasa variable, recibiendo de su contraparte los respectivos flujos de caja pero calculados en tasa fija. En esta variedad, el optante espera que las tasas en el mercado se encuentren por debajo de la estipulada para el ejercicio.

4.2.4 OPCIONES EXÓTICAS.

DROESSLER y QUINTANA afirman que el concepto de opción exótica «engloba todos los contratos que no cumplen los *pay-offs* determinados para las opciones estándar»²⁵⁰. Esto quiere decir que el resultado final de la inversión (*pay-off*) no se calcula, ni se valora, bajo la misma perspectiva que se emplea en los derivados de opción normales²⁵¹.

²⁵⁰ DROESSLER, Claudia y QUINTANA, Sagar. Productos Estructurados: Factores a tener en cuenta en el proceso de creación y lanzamiento de un Producto Estructurado y creación de un contrato *Multitriple Worst Of*. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2007, p. 29. Disponible en línea: <http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/06_01_prod_estructurados.pdf> [Consultado, 22 de Diciembre de 2011].

²⁵¹ Normalmente, las opciones por revisar son explicadas y analizadas en el sector financiero mediante variadas herramientas y fórmulas de cálculo, ya que para los autores parece ser más importante abordar la forma en que se calcula el pago de la prima que el diseño en particular del instrumento. Todo esto, dificulta la comprensión del asunto, convirtiendo en tarea difícil encontrar tan solo el fundamento de las bondades que se predicen de cada derivado financiero. Es por ello que en todo momento procuramos simplificar cada tecnicismo. Sin embargo, pese al resultado final en la labor de síntesis creemos pertinente indicar, de ante mano, el siguiente aspecto financiero: el *premium* se establece mediante la sumatoria de dos variables, ellas son el precio intrínseco (valor de ser ejercida la opción al contratarse) y extrínseco (valor probable del instrumento en función del resultado benéfico para el optante) de la

Ahora bien, el método más empleado para la clasificar cada una de las variantes del instrumento consiste en establecer de qué forma se modifica el *pay-off* de la opción estándar²⁵²; siguiendo en gran medida tal parámetro estructuramos esta sección.

4.2.4.1 PATH-DEPENDENT OPTIONS.

Es la clase de opción donde el valor del subyacente no depende únicamente de su precio en *spot* llegada la fecha de vencimiento. Influye en ellas, en cambio, el comportamiento del activo durante todo el plazo establecido en la opción.

De esta variedad, nos permitimos tratar las siguientes opciones: i) asiáticas; ii) con valor extremo; iii) con formas de escalera; iv) Bermudas; y v) *Chooser*.

4.2.4.1.1 ASIAN / AVERAGE OPTION.

En las opciones asiáticas el *pay-off* se precisa mediante el valor ponderado alcanzado por el subyacente durante una franja temporal, debidamente demarcada.

Se identifican dos clases: las de valor promedio del subyacente (*average price option*) y las de precio de ejercicio promedio (*average strike option*)²⁵³. Pudiéndose aplicar en cualquiera de las dos bien sea la media aritmética o geométrica. Calculándose habitualmente la media con el seguimiento diario del precio del

opción. Esto es importante, porque en las líneas próximas inevitablemente existen rezagos sobre el cómputo del valor del instrumento financiero. Lo cual se debe hacerse para ilustrar mejor el contenido del negocio respectivo.

²⁵² DROESSLER, Claudia y QUINTANA, Sagar. Op. cit. P. 29.

²⁵³ GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Opciones «exóticas». En: Boletín Económico de ICE. Noviembre-Diciembre, 2000, no. 2673, p. II. Disponible en línea: <<http://www.revistasice.com>> [Consultado, 23 de Diciembre de 2011].

subyacente al cierre del mercado, inclusive, en los mercados sobre el mostrador es costumbre iniciar los cálculos desde el día mismo en que se adquiere la opción hasta su vencimiento (sin que exista restricción alguna que impida a las partes diseñar otras fórmulas al respecto)²⁵⁴.

En todo caso, el propósito fundamental que se persigue es reducir, al vencimiento, la posibilidad de que sea manipulado el precio del subyacente²⁵⁵.

4.2.4.1.1.1 AVERAGE PRICE OPTION.

El precio del subyacente se calcula mediante la media (aritmética o geométrica, a convenir) de la totalidad de los montos alcanzados por aquel en el mercado, durante el tiempo definido para tal el efecto. Reportándose, por su parte, el *strike* invariable en todo momento.

4.2.4.1.1.2 AVERAGE STRIKE OPTION.

En una opción asiática con precio de ejercicio promedio, la variación y la media consecuente del subyacente tiene como finalidad determinar el valor en *strike* del instrumento, para así ejercer el derecho.

4.2.4.1.2 EXTREMUM DEPENDENT OPTIONS.

En las opciones con valor extremo lo que se observa es la posición histórica en la cuantía del subyacente, alertándose la suerte de la inversión según los precios alcanzados por el activo y no una media, como en las anteriores se observó²⁵⁶. Veremos, entre ellas, las tipo barrera y las *lookback* a continuación.

²⁵⁴ LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper y PÉREZ SOMALO, Miguel. Op. cit., p. 331.

²⁵⁵ *Ibíd.*

²⁵⁶ GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Op. cit., p. II.

4.2.4.1.2.1 BARRIER OPTIONS.

Tal y como lo manifiesta SMITHSON, de esta clase de opción «existen variadas formulas. La más común requiere el uso de un específico “precio (barrera) de activación” en adición al precio de ejercicio y el de maduración. Dependiendo del tipo de barrera a utilizar, cuando el precio en *spot* del activo subyacente toque la barrera, la opción se activará (“knocked in”) o desaparecerá (“knocked out”)»²⁵⁷.

Así las cosas, cuando es de salida o *knock out* la opción dejará de existir en el mismo instante en que el precio del subyacente en el mercado alcance cierto nivel. Por su parte, cuando es de entrada o *knock in* el derecho nacerá desde el momento en que la cotización del subyacente toque la barrera. En cada caso, la barrera puede situarse al alza o a la baja, lo que conduce a cuatro variantes especiales en cada opción, sea que se trate de opciones de compra (*call*) o venta (*put*).

En las de entrada o *knock in*:

- A. **Call “up and in”.** Cuando se conviene una opción de compra con precio superior de entrada, una vez tocada la barrera por la cotización del activo en *spot* nace el derecho para el titular del instrumento. En esta forma, al iniciar el contrato, la barrera que se demarca se encuentra en un punto superior al valor del subyacente en el mercado.

- B. **Call “down and in”.** La opción de compra con precio inferior de entrada es idéntica a la anterior, la única diferencia consiste en que el nivel de la barrera

²⁵⁷ Texto original: “These exist in many forms. The most common require the user to specify a “trigger (barrier) price” in addition to the strike price and the maturity. Depending on the type of barrier option used, when the spot price of the underlying asset hits this trigger price, the option will either appear (be “knocked in”) or disappear (be “knocked out”)”. SMITHSON, Charles W. *Managing Financial Risk: A Guide to Derivative Products, Financial Engineering, and Value Maximization*. 3 ed., New York: McGraw-Hill, 1998, p. 270.

a tocar, al iniciar el contrato, se encuentra por debajo del valor del activo en el mercado. En consecuencia, lo que se espera es que el precio del activo caiga por debajo de la barrera, para que así nazca el derecho.

- C. **Put “up and in”**. Es exactamente igual a las opciones que funcionan con precio superior de entrada, pero el derecho que adquiere su titular, de ser factible el ejercicio, es el de venta. Por lo tanto, en una opción de venta con precio superior de entrada, la potestad decisoria surgirá únicamente desde el momento en que el valor del activo en el mercado sobrepase el tope o barrera.
- D. **Put “down and in”**. La apreciación antecedente aplica por igual aquí, pero con nota remisoria a las opciones con precio inferior de entrada. Asimismo, quien aspira a lograr la facultad de vender, deberá esperar a que el precio del subyacente se cotice durante el plazo por debajo del fijado a título de barrera.

Igual simetría se destina, *mutatis mutandi*, en las opciones *knock out* o de salida, así:

- A. **Call “up and out”**. Cuando se conviene una opción de compra con precio superior de salida, cruzada la barrera el derecho desaparece para el titular del instrumento. Naturalmente, al iniciar el acuerdo la línea se ubica por encima al valor del subyacente en el mercado.
- B. **Call “down and out”**. La opción de compra con precio inferior de salida aplica igual, solo que la barrera a franquear se encuentra por debajo del valor del activo en el mercado. Por ende, lo último que desea el inversor es que el precio del activo caiga por debajo de la barrera, porque de ocurrir su derecho automáticamente se diluirá en el olvido.

- C. Put “up and out”.** Aquí el derecho, que puede desaparecer, es el de venta. Luego, en una opción de venta con precio superior de salida, se desvanecerá la potestad decisoria en el instante en que el valor del activo en el mercado sobrepase el tope fijado para ello.
- D. Put “down and out”.** Ya no será más el derecho a vender, cuando el valor del subyacente caiga por debajo del precio indicado a son de barrera.

Adviértase que, dependiendo del tipo de opción, quien adquiere el instrumento puede contar o no desde el comienzo con el derecho, no obstante, este solo podrá ser exigible siempre y cuando se cumplan las condiciones establecidas en el derivado financiero.

Finalmente, las opciones explicadas son aquellas que hacen parte del grupo de opciones de barrera única o *single barrier options*, esto es trascendental, porque también se estructuran instrumentos con doble barrera o *double barrier options*²⁵⁸, evento en el cual pasa el negocio a revestir un ápice adicional de dificultad.

4.2.4.1.2.2 LOOKBACK OPTIONS.

Las opciones *lookback* tienen como propósito otorgar la situación más ventajosa de compra o de venta a su titular.

En este orden de ideas, la variación del subyacente se emplea para determinar el precio de maduración o el valor en *strike* de la opción, de tal suerte que corresponda al mínimo o al máximo alcanzado por el activo durante el plazo correspondiente.

²⁵⁸ “Si una opción double barrier produce un pay-off al vencimiento dependerá de si la cotización (...) del activo subyacente traspasan un intervalo definido por dos barreras de precios (doble knock-in option) o no lo traspasan (doble knock-out option) dentro de un intervalo de tiempo...”. DROESSLER, Claudia y QUINTANA, Sagar. Op .cit., p. 35–36.

Así las cosas, la opción puede diseñarse con un precio de ejercicio fijo o con un precio de ejercicio flotante. En lo primero, la cuantía del subyacente a contrastar (con el *strike* y con el *premium* cancelado), será el mayor o menor valor alcanzado por el activo durante el término dado por el derivado. En lo segundo, los extremos se emplean simplemente para definir el precio en *strike* del derecho, calculándose lógicamente el estado de la inversión (*pay-off*) mediante la diferencia resultante entre el precio de ejercicio que se asume y el valor en *spot* del activo, llegada la fecha de vencimiento²⁵⁹.

4.2.4.1.3 OPCIONES CON FORMA DE ESCALERA.

En estas opciones el estado final de la inversión depende de una serie de valores previamente fijados o que se han ido formando a lo largo de la vida del instrumento²⁶⁰. Diferenciándose, de esta forma, principalmente tres clases de opción: i) ladder, ii) shout y iii) cliquet²⁶¹.

4.2.4.1.3.1 LADDER OPTION.

Esta es la opción de escalera propiamente dicha y, en ella, el objetivo consiste en consolidar cierto nivel de ganancias a medida en que se vayan generando²⁶².

El negocio reside en incluir, además del *strike*, algunos montos a superar o alcanzar por parte del subyacente. De cotizarse en algún momento dado el activo por arriba de tales valores, al vencimiento su precio no podrá ser inferior o superior al mejor “peldaño” alcanzado, de ser así, este último pasaría a convertirse en su

²⁵⁹ GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Op. cit., p. IV.

²⁶⁰ *Ibídem.*

²⁶¹ RASCÓN ORTEGA, Pedro José. Manual práctico de opciones financieras. Una forma equilibrada de invertir en Bolsa. eBook: Libros En Red, 2007, p. 118.

²⁶² CASTELO MONTERO, Miguel. Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español. A Coruña: Netbiblos, S.L., 2003, p. 139.

verdadero precio.

También es posible encontrar, igualmente, escaleras pero aplicadas al *strike*, en ellas, cada vez que la cotización del subyacente alcance el peldaño automáticamente el precio de ejercicio será objeto de reajuste²⁶³.

En cualquiera de los dos eventos, de no producirse el escalonamiento codiciado el análisis del estado final de la inversión se efectúa de forma igual que el de una opción simple.

4.2.4.1.3.2 SHOUT OPTION.

Acá la función de los peldaños es la de otorgarle al titular la autoridad para redefinir el precio de ejercicio, cuando lo desee, pero un número reducido de veces. Citando a SMITHSON:

En cualquier momento antes del vencimiento, el titular de la opción puede contactarse con el vendedor del instrumento y asegurar ("shout") el valor intrínseco de la opción (la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio en *spot* del derivado en el tiempo en que se ejecuta el reajuste), conservando mientras tanto un potencial mayor de beneficio ante movimientos favorables en los precios. El día en que la opción expire, la ganancia para el comprador será el mayor valor alcanzado entre el asegurado y el de maduración. Típicamente, en las opciones *shout* el titular solo tiene una oportunidad para realizar el cambio, aunque pueden estructurarse para conceder el derecho en más de una ocasión²⁶⁴.

²⁶³ SMITHSON, Charles W. Op. cit., p. 274.

²⁶⁴ Texto original: "At any time before expiry, the owner of a shout option can contact the seller of the option and lock in ("shout") the intrinsic value of the option (the difference between the exercise price of the option and the spot price at the time the shout was made), while retaining further potential to benefit from favorable moves. On the day the option expires, the payout to the buyer will be the greater of the intrinsic value locked in by the shout and the intrinsic value at maturity. Typically, a shout option gives its owner only one opportunity to shout, although it could be structured to give the right to shout more than once". *Ibíd.*, p. 275.

4.2.4.1.3.3 CLIQUET OPTION.

Estas opciones lo que generan es un cambio en el valor del *strike* durante varias fechas preacordadas. Entonces, desde el día correspondiente el precio de ejercicio se reemplazará por el valor que, al cierre del mercado, alcance el respectivo subyacente.

4.2.4.1.4 BERMUDA OPTION.

Las opciones bermudas o japonesas²⁶⁵, ya fueron objeto de mención (numeral 4.3.2 del presente capítulo).

Recuérdese que, en ellas, el ejercicio del derecho puede ejecutarse en uno de varios momentos predefinidos, ofreciéndose así una alternativa intermedia de negocio entre las opciones americanas y las europeas, donde el optante puede desplegar su facultad ya sea al vencimiento o durante toda la vida del instrumento, respectivamente.

4.2.4.1.5 CHOOSER OPTION.

Aquí, el atractivo se encuentra en la facultad adicional que se le ofrece al comprador de decidir el estilo de la opción. Es decir, desde que se perfecciona el contrato el optante cuenta con dos posibilidades a su alcance, vender (*put*) o comprar (*call*), una de las cuales deberá ejercer en un determinado momento. Es por eso que, en el mercado, se les conoce como opciones de “pague ahora y elija después” (*pay–now–choose–later option*)²⁶⁶ o “la opción que usted guste” (*as–you–like option*)²⁶⁷.

²⁶⁵ También referidas como “*mid–Atlantic, quasi–American or limited exercise options*”. Ibid., p. 287.

²⁶⁶ Ibid., p. 283.

²⁶⁷ CASTELO MONTERO, Miguel. Op. cit., p. 29.

4.2.4.2 COMPOUND OPTIONS.

Las opciones compuestas o anidadas elementalmente son opciones sobre opciones. Por tal razón, y acorde con GARCÍA MACHADO, *et al.*, se trata de «opciones que por subyacente tienen otra opción. Se les conoce también como *split fee options* porque hay un pago debido a la opción en sí y otro por la opción subyacente»²⁶⁸. Conjuntamente, poseen dos fechas o periodos de vencimiento y dos precios de ejercicio. Se estructuran predominantemente como opciones europeas, aunque en el mercado también se ofrecen al estilo americano²⁶⁹. Pero, sea cual sea el caso, se admiten básicamente cuatro tipos de opciones:

- I. **Call sobre call.** En una opción de compra sobre otra opción de compra, durante el primer vencimiento al titular se le concede el derecho de adquirir, o no, una opción de compra, obviamente, mediante el pago del *strike* individualmente señalado para ello. Por ende, el precio de ejercicio y el término para vencimiento de la opción que se adquiere son diferentes.
- II. **Call sobre put.** Apréciase que el derecho que aquí se concede es el de obtener una opción de venta. Es decir, el instrumento que le permite a su titular enajenar, si a bien lo desea, bajo un cierto precio, en un momento dado y con destino a su contraparte, un determinado activo.
- III. **Put sobre call.** Quien se hace al derivado se asegura, en este contrato, la potestad de vender una opción de compra.
- IV. **Put sobre put.** Finalmente, al titular del derecho se le otorga la autoridad para vender, de ser el caso, una opción de venta; teniendo en cuenta, naturalmente, ciertas condiciones establecidas para el efecto.

²⁶⁸ GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Op. cit., p. V.

²⁶⁹ LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper y PÉREZ SOMALO, Miguel. Op. cit., p. 308.

4.2.4.3 LEVERAGED OPTIONS.

El valor intrínseco, en lo que se refiere al subyacente, de las opciones apalancadas se calcula con una función polinómica o potencial, según se acuerde, lo cual le otorga al instrumento un alto grado de apalancamiento basado en la función establecida²⁷⁰.

4.2.4.4 OPCIONES CON PAGO SINGULAR.

Estas opciones ofrecen una ganancia adicional a su titular más allá de la inversión que en principio realiza. No obstante, deben cumplirse ciertos requisitos, lo cual envuelve una exposición agregada al riesgo. En consecuencia, forman parte de esta categoría las opciones binarias y las opciones de “pague después”.

4.2.4.4.1 DIGITAL / BINARY OPTIONS.

Aunque pueden estructurarse bajo el sistema tradicional, en el mercado estas opciones se utilizan más con fines especulativos que de cobertura. En tal proceder, con frecuencia no se habla de derecho alguno a ejercer, sino del retorno enriquecido, o no, de la inversión inicial a manos del comprador luego de cumplirse una condición.

En este orden, en las opciones digitales o binarias²⁷¹ lo que hacen tanto el comprador como el vendedor es apostar por la posible ocurrencia de una de dos eventualidades posibles, para que así su contraparte deba cancelarle una prestación a su favor. El pronóstico versará sobre la caída o el alza en el valor del activo subyacente, teniéndose como línea divisoria un monto fijado a título de *strike*.

²⁷⁰ RASCÓN ORTEGA, Pedro José. Op. cit., p. 123.

²⁷¹ “Su nombre proviene de los códigos binarios usados en circuitos electrónicos”. GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Op. cit., p. II.

Cada uno tomará un extremo, por lo que dependiendo del acierto, de la forma en que se calcule el pago y de las demás condiciones del derivado, al final alguien habrá incurrido en ganancias, las cuales serán una pérdida correlativa para el otro miembro de la ecuación.

Se dice que son opciones con pagos discontinuos²⁷², básicamente porque las reglas de la operación y la forma en que se cumplen las acreencias tienden a variar. Destacándose, como modalidades del negocio, las siguientes²⁷³:

4.2.4.4.1.1 CASH OR NOTHING OPTION.

Las opciones de todo o nada son las más comunes. En ellas, se acuerda el precio de la opción, se procede a la compra del instrumento y en él se determina la modalidad del negocio: i) cuando la opción es *call*, el comprador espera que el valor del subyacente sea mayor al que se define como de ejercicio; ii) cuando la opción es *put*, el comprador inclina sus expectativas hacia el escenario opuesto, es decir, el desplome del subyacente por debajo del precio en *strike*. En ambos casos, de suceder lo que espera el comprador, el vendedor le reembolsará lo entregado como precio de la opción, más un rendimiento adicional previamente pactado, obteniendo así su ganancia. No sobra decir que, de no acertar, perderá el titular de la opción su inversión y, en este caso, ella será la ganancia que justificará la exposición al riesgo por parte del vendedor.

4.2.4.4.1.2 ASSET OR NOTHING OPTION.

Desde el componente operativo, estos contratos funcionan exactamente igual que una transacción *cash or nothing*. La diferencia está en que el pago a favor del titular no se computa sobre el costo del derivado, sino sobre el valor en *spot* del

²⁷² HULL, John C. Op. cit., p. 453.

²⁷³ Sobre el particular pueden consultarse los siguientes vínculos en la web, véase, [En línea]: <<http://www.cboe.com>>; <<http://operacionesbinarias.com>>; <<http://www.estrategia-binarias.com>>; <<http://www.tecnicasdetrading.com>>; <<http://www.binaryoptionstradingguide.es>> [Consultados, 28 de Diciembre de 2011].

subyacente llegado el vencimiento. Debiendo, entonces, el vendedor simplemente entregar un importe equivalente al precio del activo en el mercado a favor de su contraparte, siempre y cuando esta última hubiese acertado al predecir la variación correspondiente.

4.2.4.4.1.3 ONE TOUCH OPTION.

Estas son opciones de alcance de barrera, esto involucra que en el instrumento se fije un tope que, de ser tocado o pasado por el comportamiento del subyacente, inmediatamente concederá el derecho al inversor de exigir la ganancia pactada. Condición que sugiere, además, la determinación de un plazo durante el cual se observará la variación del activo. Resultando para el inversionista un menoscabo de no cruzarse el umbral una vez transcurrido el tiempo; aunque si sobrepasa el límite disfrutará de la utilidad esperada.

4.2.4.4.1.4 NO TOUCH OPTION.

Una opción binaria sin alcance de barrera predica el interés diametralmente opuesto al que se persigue en una opción *one touch*. Simplemente, se concreta un techo que no debe tocar, o superar, la cotización del subyacente durante todo el plazo concedido en el derivado. Encontrándose la ganancia del inversor al vencimiento, al mantenerse el precio del activo por debajo del umbral durante todo momento.

4.2.4.4.1.5 DOUBLE-ONE TOUCH OPTION.

Luciendo las mismas bases de la opción *one touch*, el derivado presente reviste un nivel adicional de complejidad: durante el plazo, el subyacente debe superar no uno, sino dos topes. En consecuencia, de evaporarse el tiempo y con él la condición, no podrá el comprador del derivado bajo ninguna circunstancia convertirse en el ganador del negocio jurídico.

4.2.4.4.1.6 DOUBLE–NO TOUCH OPTION.

Ante lo acabado de expresar, la conclusión en este punto es notoria: el activo no debe alcanzar por ninguna razón cualquiera de las dos cimas, porque de ser ello así el inversor rápidamente fracasaría en el juego financiero.

4.2.4.4.2 PAY LATER OPTION.

En las opciones de “pague después” o *contigent premium* la prima únicamente se cancela al vencimiento, claro está, dado el cumplimiento de una serie de requisitos.

En este orden de ideas, la condición para el pago se encuentra directamente relacionada con la diferencia entre el precio en *strike* y en *spot*, pues si el resultado en principio es favorable para los intereses del titular, deberá pagar el valor de la prima y ejercer concomitantemente el derecho; inclusive cuando de incluirse el *premium* en la balanza el resultado de la inversión le genere pérdidas. Aunque, de ocurrir lo opuesto, quien gozó de la opción no tendrá obligación de cancelar prima alguna.

4.2.4.4 RAINBOW OPTIONS.

Las opciones de *arcoíris* o *multi–actor options*²⁷⁴ mezclan dos o más activos subyacentes.

Ahora bien, al interior de esta categoría se expanden dos ramificaciones, lo cual depende de si se usa o no el tipo de cambio entre divisas. Hablándose así de correlación de segundo y de primer orden, respectivamente.

²⁷⁴ DROESSLER, Claudia y QUINTANA, Sagar. Op. cit., p. 36.

Entre los derivados sin influencia de cambio de divisas o de primer orden, se encuentran las opciones *exchange*, las opciones que entregan “el mejor de los dos”, “el peor de los dos” o “el mejor de dos activos o dinero”, opciones *dual-strike* y las *opciones basket*.

Y, por su lado, las opciones *quanto* y sus variantes hacen parte del grupo de contratos en correlación de segundo orden o, lo que es lo mismo, opciones con intervención del tipo de cambio.

4.2.4.4.1 EXCHANGE OPTIONS.

En esta clase de opciones se le permite al optante intercambiar un activo por otro. De esta manera se le concede la posibilidad de beneficiarse ante la expectativa dada por la variabilidad de precios. Generándole, de serle favorable, la ganancia correspondiente a la diferencia entre las cuantías que, al ejercicio, son predicadas de cada activo. De lo contrario, la opción expirará sin valor²⁷⁵. En consecuencia, se hace inviable la distinción entre opciones de compra y de venta, toda vez que el negocio jurídico al que puede acceder el optante es básicamente una permuta.

4.2.4.4.2 OPCIONES QUE ENTREGAN “EL MEJOR DE LOS DOS”, “EL PEOR DE LOS DOS” O “EL MEJOR DE LOS DOS ACTIVOS O DINERO”.

Al titular se le adjudicará únicamente el activo que acuse mayor o menor valor o su equivalente en dinero, según se indique en el negocio correspondiente. No cabiendo en este punto la distinción, como sucede en las anteriores, entre opciones tipo *call* y tipo *put* debido a que son derivados de opción sin precio de ejercicio²⁷⁶.

²⁷⁵ CRESPO ESPERT, José Luis. Utilización práctica de las opciones Compuestas y «Rainbow». En: Boletín Económico de ICE. Noviembre–Diciembre, 2001, no. 2710, p. IV. Disponible en línea: <<http://www.revistasice.com>> [Consultado, 23 de Diciembre de 2011].

²⁷⁶ *Ibíd.*

4.2.4.4.3 DUAL–STRIKE OPTIONS.

Estas opciones se entregan teniendo en cuenta el mejor valor intrínseco entre dos activos, los cuales se analizan conforme un vencimiento y *strike* diferentes para cada uno de ellos.

4.2.4.4.4 BASKET OPTIONS.

Genéricamente, en estas opciones lo que se negocia es una “cesta” de activos. En su forma más común se ofrece el derecho de vender o comprar una “cesta” fija de monedas diferentes contra una divisa base²⁷⁷.

4.2.4.4.4 QUANTO OPTIONS.

Funcionan como una opción tradicional, pero se aplica al vencimiento una tasa de cambio, fija o variable, para el análisis y el ejercicio del respectivo derecho. Una de sus variedades son las opciones *compo* donde se convierte a moneda local el precio de un subyacente cuyo origen, lógicamente, es foráneo.

²⁷⁷ GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Op. cit., p. VII.

5. ASPECTOS CONTRACTUALES

El estudio de los aspectos contractuales, en punto de instrumentos financieros derivados, se realiza según el entorno de su negociación y celebración. Lo que para el caso implica conocer de antemano los escenarios donde se ejercita su contratación.

Ya en líneas previas trazamos tal guía, al manifestar que dependiendo del mercado los aspectos a tener en cuenta varían. Tan es así que en los mercados organizados el nivel de regulación se habla de contratos estándar, mientras que en los mercados extrabursátiles o sobre el mostrador su forma es más abierta, por ser las operaciones celebradas directamente entre las partes.

No obstante, como quiera que el mercado de derivados OTC representa en la actualidad un volumen de negociación mucho mayor que el de los mercados organizados²⁷⁸, es preciso indicar que su desarrollo ha sido intenso en las últimas décadas y alcanzando de cierta forma un cierto nivel de estandarización y organización. Esto a raíz del trabajo realizado por los partícipes del mercado y, principalmente, por la labor adelantada por organizaciones internacionales dedicadas especialmente a estudiar el asunto. Destacándose, sin lugar a dudas, entre ellas la ISDA o Asociación Internacional de Swaps y Derivados²⁷⁹.

²⁷⁸ “En la actualidad el volumen de transacciones OTC es mayor que el bursátil, y se estima que diez días de operaciones OTC se alcanza el monto del Producto Interno Bruto mundial”. GERSCOVICH, C. y VÁZQUEZ, M. Instrumentos Derivados – Futuros, Forwards, Opciones y Swaps. 1 ed., Buenos Aires: Editorial Abedelo Perrot, 2008, p. 43. Citado por: RETANA ROMERO, Paola y TRISTÁN RODRÍGUEZ, Juan Carlos. Derivados Financieros. El Contrato Marco de la *International Swaps And Derivatives Association* a la Luz del Derecho Costarricense. Trabajo de Grado Licenciatura en Derecho. San Pedro de Montes de Oca: Universidad de Costa Rica, 2010, p. 61. Disponible en línea: <<http://www.ijj.ucr.ac.cr>> [Consultado, 12 de Enero de 2012].

²⁷⁹ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Mayo, 2008, no. 39, p. 3. Disponible en línea: <<http://derechoprivado.uniandes.edu.co>> [Consultado, 17 de Octubre de 2011].

Bajo la anterior distinción, conviene estudiar por separado los aspectos contractuales de la negociación con derivados financieros, según se trate de un Mercado Organizado o de un mercado OTC, aunque, insistimos y como bien lo afirma CORTÉS, la distinción entre uno y otro mercado es cada vez menos pronunciada, «pues ni en los primeros falta algún espacio para la autonomía de los partícipes, ni en los segundos deja de estar presente de alguna manera cierto componente de regulación»²⁸⁰.

5.1 SISTEMA DE NEGOCIACIÓN DE DERIVADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA.

Como mercado organizado, en la Bolsa de Valores de Colombia se concentra el mayor volumen en las negociaciones con derivados financieros estandarizados. Esto conlleva la definición previa del contenido y forma de cada contrato, el sistema de negociación, los parámetros para la inscripción y celebración de las operaciones, así como el mecanismo por medio del cual los miembros del mercado interactúan en el sistema. Además jurídicamente despliega efectos especiales en el marco de las transacciones que se adelantan. Es a raíz de tales consideraciones que se estructura los aspectos contractuales en la negociación con derivados financieros en Colombia, que pasamos a establecer a continuación.

5.1.1 DERIVADOS ESTANDARIZADOS. NORMALIZACIÓN Y OFERTA.

Los derivados que se negocian en el mercado organizado colombiano son productos debidamente autorizados y reglados por la misma Bolsa de Valores. Y lo hace previa recomendación por parte del Comité Técnico del Mercado de Derivados, órgano asesor que se encarga de estudiar las condiciones de estandarización alrededor de cada instrumento (cantidad o monto del contrato, plazo o vencimiento, activo subyacente, precio, forma y condiciones de liquidación), para así formular las sugerencias que al respecto estime

²⁸⁰ CORTÉS, Luís Javier. Los Mercados de Valores y Crédito. En: URÍA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio. Curso de Derecho Mercantil, Tomo 2. Madrid: Editorial Civitas, 2001, p. 339. Citado en: *Ibíd.*, p. 6.

convenientes. Incluida, entre ellas, la propuesta y evaluación de nuevas formas de acuerdo, para ser inscritas y negociadas en el sistema²⁸¹.

Luego, mediante circular el Consejo Directivo de la Bolsa determina los contratos objeto de negociación o de registro²⁸², los cuales en todo caso están sujetos a las reglas que, en general, son establecidas o se encuentran vigentes para el efecto²⁸³. Es por eso que de forma genérica se enumeran como operaciones autorizadas, actualmente, las opciones y los futuros sobre renta fija, renta variable, divisas, tasas de interés y sobre *commodities*.

Como las características de cada producto están debidamente delimitadas, la

²⁸¹ Numerales 3° y 5°, artículo 1.2.7. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

²⁸² Bajo las siguientes reglas: “En todo caso, la Bolsa de manera previa a impartir la autorización sobre un Contrato deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia las características del mismo, con una antelación no menor a quince (15) días hábiles a la fecha en que vaya a iniciarse la negociación o registro de Operaciones en el Sistema. Transcurrido el término anterior el nuevo Contrato podrá ser puesto a disposición de los Miembros en el Sistema, siempre y cuando la Superintendencia Financiera de Colombia no hubiese formulado objeciones.

“La Bolsa verificará la inscripción del respectivo instrumento en el Registro Nacional de Valores y Emisores antes del inicio de su negociación o registro de Operaciones en el Sistema.

“Cuando se trate de divisas y derivados sobre divisas, previo a impartir dicha autorización se requerirá de aprobación expresa de la Superintendencia Financiera de Colombia, concepto favorable del Banco de la República solicitado por la mencionada Superintendencia, y del cumplimiento de la regulación vigente expedida por la Junta Directiva del Banco de la República.

“Igualmente, la Bolsa informará a la Cámara [de Riesgo Central de Contraparte], de manera previa a la autorización del Consejo Directivo, las condiciones estandarizadas que le serán aplicables al Instrumento y toda aquella información que se considere relevante para que la Cámara realice su análisis sobre la capacidad para recibir las Operaciones sobre el Instrumento, para gestionar el riesgo asociado a las Operaciones y para interponerse como contraparte central y realizar la compensación y liquidación de las mismas.

“En caso de que la Cámara manifieste no estar en capacidad de realizar la compensación y liquidación de Operaciones sobre determinado Instrumento o Contrato, la Bolsa no procederá a su habilitación en el Sistema, hasta cuando la Cámara manifieste encontrarse en capacidad de hacerlo. Esta circunstancia deberá ser informada a la Superintendencia Financiera de Colombia.

“Finalmente, la información sobre los Instrumentos autorizados y los Contratos que la Bolsa establezca mediante Circular será difundida al público en general a través de los medios que determine la Bolsa, junto con la información que ésta estime pertinente”. Incisos 3° al 8°, artículo 2.1.2. *Ibíd.*

²⁸³ Numerales 5° y 6°, artículo 1.3.2. *Ibíd.*

Bolsa cuenta con el programa “creadores del mercado de derivados” a fin de fomentar la liquidez de las operaciones, asegurar la formación de precios, promover el desarrollo de nuevos productos y, de forma universal, el del mismo mercado; persiguiendo estos objetivos a través de un grupo de entidades que se encargan de ingresar órdenes de compra y venta o de responder a requerimientos de cotización solicitados por los demás miembros del mercado²⁸⁴. Los creadores del mercado son, entonces, miembros de la misma Bolsa que dotan el ambiente transaccional con instrumentos acomodados a las exigencias del sistema.

Para ser creador del mercado, como medida previa, el sujeto debe ser miembro de la Bolsa de Valores. Para ello, el reglamento de la BVC consagra que ostentarán la referida calidad i) aquellas entidades sujetas a inspección y vigilancia permanente por parte de la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA; ii) que tengan, a su vez, la calidad de intermediarios de valores, debidamente inscritos en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV); iii) todo, junto con el cumplimiento de los requisitos y de la documentación especiales que así determine la Bolsa de Valores de Colombia²⁸⁵. Encontrándose esta última facultada para admitir como miembros al siguiente tipo de entidades vigiladas²⁸⁶:

1. Establecimientos de crédito;
2. Sociedades comisionistas de bolsa;
3. Sociedades fiduciarias;
4. Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías;
5. Compañías de seguros;
6. Sociedades administradoras de inversión;
7. Sociedades comisionistas independientes de valores;

²⁸⁴ Artículo 3.1.1. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

²⁸⁵ Artículo 1.4.1. *Ibíd.*

²⁸⁶ *Ibíd.*

8. La Dirección General de Crédito Público y Tesorería Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público; y
9. El Banco de la República.

Como ejercen una labor de intermediación²⁸⁷, los miembros del mercado pueden actuar por cuenta propia o por cuenta de terceros, o por cuenta de carteras colectivas o portafolios o fondos, siempre y cuando su régimen legal así lo autorice. En caso de obrar por cuenta de terceros mediante contrato de comisión²⁸⁸, de forma previa a la realización de cualquier operación el miembro debe obtener autorización expresa por cada uno de sus clientes (por una sola vez o por vigencias determinadas), donde aquellos declaren conocer los riesgos relativos de las operaciones que consienten celebrar (documento que debe contener las estipulaciones mínimas que así predique la Bolsa mediante circular²⁸⁹). Esto sin perjuicio del cumplimiento del deber de asesoría que le atañe

²⁸⁷ Parágrafo único. *Ibíd.*

²⁸⁸ Artículo 2.1.5. *Ibíd.*

²⁸⁹ “Dicho documento deberá contener como mínimo lo siguiente:

“1. Nombre e identificación del tercero.

“2. Nombre e identificación del Miembro a través de quien actuará el tercero en el Mercado de Derivados de la Bolsa.

“3. Manifestación de aceptación de sus obligaciones en relación con las Operaciones que celebre o registre a través del Miembro en el Sistema.

“4. Declaración del tercero de que todas las Operaciones sobre Contratos de Derivados celebradas o registradas en el Sistema, en sí mismas implican una serie de riesgos y, por lo tanto, acepta plena responsabilidad por la totalidad de aquellos que puedan generarse en desarrollo de las Operaciones que autoriza realizar al Miembro.

“5. Declaración sobre si la autorización otorgada al Miembro corresponde a una vigencia determinada o por una única vez. En caso de corresponder a una vigencia determinada, indicar el plazo que comprende la autorización. En caso de corresponder a una única vez, la autorización será válida únicamente por el plazo de un año a partir de la fecha de su firma.

“6. Declaración sobre los Instrumentos o Contratos respecto de los cuales imparte su autorización al Miembro.

“7. Declaración sobre los montos máximos hasta los cuales autoriza celebrar las Operaciones, pudiendo indicar montos diferentes para uno o varios Instrumentos o Contratos.

al miembro respecto de los terceros que ostenten la calidad de “cliente inversionista”; deber que no aplica cuando el cliente se desempeñe como “inversionista profesional” y haya aceptado ser calificado como tal en todas las operaciones sobre contratos derivados. En esta situación, la calidad debe mantenerse durante todo el tiempo en que el tercero realice operaciones por conducto del respectivo miembro.

Retomando, entre los requisitos exigidos para adquirir la calidad de miembro destacamos los referidos en los numerales primero y segundo del Artículo 1.4.2 del Reglamento General del Mercado de Derivados, donde las mencionadas entidades deben acreditar y mantener la calidad de Contraparte de la CRCC y de miembro de un organismo de autorregulación. Condiciones que aseguran dos cosas, primero, la existencia de una cuenta permanente de la entidad en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, nutrida con las garantías necesarias para dar estabilidad al sistema. Evento en el cual, debe el miembro tener cuidado

“8. Aceptación y declaración irrevocable de liberar de toda y cualquiera responsabilidad, contractual y extracontractual, al Miembro y a la Bolsa en su condición de Administrador del Mercado de Derivados, por los daños y perjuicios que pudiera sufrir en el evento en que se presente la suspensión de las Operaciones en el Sistema, o de los Instrumentos o Contratos, decretada de conformidad con la Ley o los reglamentos.

“9. Declaración expresa de conocer y aceptar el Reglamento del Mercado de Derivados de la Bolsa, la Circular Única y los Instructivos Operativos que se expidan en desarrollo del mismo.

“10. Aceptación y declaración del tercero de que por el simple hecho de ordenar las Operaciones, queda obligado a constituir, ajustar y sustituir las garantías y cumplir con la liquidación de las Operaciones en los términos que exija la Cámara.

“11. Firma del Tercero.

“En todo caso, el Miembro es exclusivamente responsable por la obtención y vigencia en todo momento de la autorización y por lo tanto, con su actuación en el Sistema por cuenta de sus terceros se entenderá que cumple con las autorizaciones legales, reglamentarias y contractuales correspondientes para hacerlo.

“Tanto la Bolsa como el Organismo de Autorregulación del Mercado están facultados para verificar en cualquier momento el contenido de la autorización de que trata el presente artículo y exigir a los Miembros la adecuación de la misma, según corresponda, sin perjuicio de las demás consecuencias derivadas del incumplimiento del presente artículo”. Artículo 2.1.5. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Circular única del mercado de derivados de la bolsa de valores de Colombia S.A., versión actualizada hasta el 2 de enero de 2012. Boletín normativo derivados no. 019 del 21 de diciembre de 2011.

con los requerimientos de capital y demás garantías a exigir respecto de los terceros por cuya cuenta obra, por ser la entidad la única obligada respecto de las operaciones celebradas o registradas en el sistema, lo cual significa que no será admisible como excusa para el incumplimiento de las prestaciones nacidas de cada instrumento la renuencia, la negativa, la revocación, el desconocimiento, o el rechazo por parte de su comitente o mandante²⁹⁰. Lo segundo, garantiza el seguimiento por parte del miembro de las normas que, para el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación, se establezcan de forma general o sean dictadas directamente por el autorregulador. En este sentido, el autorregulador además de una función reglamentaria también tiene facultades de supervisión (verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación) y disciplinarias (imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas)²⁹¹, predicándose así un sistema de buenas prácticas. Por consiguiente, dichos requisitos permiten que el mercado cuente con la adecuada liquidez, solidez y, especialmente, confianza.

Finalmente, para ser creador del mercado el miembro debe manifestar su intención de participar mediante comunicación escrita con destino a la Bolsa de Valores (anexo no. 8, Circular Única del Mercado de Derivados)²⁹². Solicitud que será estudiada por la BVC para su autorización o rechazo, en ambas circunstancias la comunicación de la decisión tomada se efectúa de forma escrita. De ser dado el visto bueno, el miembro o aspirante aceptado debe suscribir un acuerdo con la Bolsa denominado “Acuerdo de Creadores del Mercado de Derivados”, donde se detallan los términos y condiciones del programa, así como las obligaciones y prerrogativas que se le conceden en virtud de su futura

²⁹⁰ Inciso segundo, artículo 1.4.6. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

²⁹¹ Artículo 24. COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 (8, julio, 2005). Op. cit.

²⁹² Artículo 5.1.1. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Circular única del mercado de derivados de la bolsa de valores de Colombia S.A Op. cit.

calidad²⁹³.

5.1.2 NATURALEZA DE LOS CONTRATOS E INSTRUMENTOS OFERTADOS.

Como se anotó, toda operación que se celebre y registre en el sistema tiene características normalizadas y predefinidas, sobre los siguientes aspectos principales:

- A. Cantidad o monto del contrato;
- B. Plazo o vencimiento;
- C. Activo Subyacente;
- D. Precio; y
- E. Forma y condiciones de liquidación.

En consecuencia, jurídicamente los derivados que se negocian en el mercado de valores son, en principio, contratos de *adhesión*. Es decir, formulas negociales donde las partes contratantes, según el Tratadista chileno ALESSANDRI RODRÍGUEZ, se gravan recíprocamente «a través de cláusulas y condiciones que no son discutidas libre y previamente, sino preestablecidas por una de las partes en los términos aprobados por el organismo de intervención estatal y sobre las cuales la otra expresa su aceptación y adherencia o su rechazo absoluto. Como lo ha señalado la doctrina, en los contratos de adhesión una de las partes impone “la ley del contrato” a la otra»²⁹⁴.

Sin embargo, actualmente se sostiene que el contrato de adhesión evolucionó al

²⁹³ Inciso 3. *Ibidem*.

²⁹⁴ ALESSANDRI RODRÍGUEZ, Arturo. De los contratos. s.l.: Editoriales Temis y Jurídica de Chile, s.f., p. 40. Cita: COLOMBIA. CORTE CONSTITUCIONAL. Sala Quinta de Revisión. Sentencia T-152/2006. 27 de febrero de 2006. Magistrado Ponente: DR. RODRIGO ESCOBAR GIL. Disponible en línea: <<http://www.corteconstitucional.gov.co>> [Consultado, 10 de Enero de 2012].

contrato estándar²⁹⁵: aunque existen cláusulas predispuestas, ellas no se originan como expresión del poder económico de uno de los contratantes, pues anteceden a la autonomía misma de la voluntad. Precisamente, es el propio administrador del sistema quien demarca, imparcialmente, en pro de los intereses del mercado y antes de producirse siquiera la primera transacción en bolsa, la uniformidad en el contenido y los alcances del acuerdo. Así las cosas, si la naturaleza actual de un contrato en condiciones generales es la estandarización, los derivados estandarizados son un ejemplo perfecto sobre su máxima expresión.

Así entonces, por ser contratos estandarizados están debidamente reglados a través de circular. Sobre el particular, a pesar de la autorización genérica en la bolsa únicamente se ofertan, según el subyacente, 8 variedades de futuros (características Tablas 1 a 8): i) sobre TES a mediano, ii) corto y iii) largo plazo; el iv) contrato y v) el mini contrato de tasa de cambio dólar/peso (futuros TRM y TRS); vi) sobre la acción de Ecopetrol, vii) sobre la acción preferencial de Bancolombia y viii) sobre el índice accionario COLCAP.

Aunque no hay opciones, se encuentran en fase de producción y lanzamiento otros productos: el futuro sobre IPC, el futuro sobre la tasa de interés IBR, el mini futuro de electricidad mensual. Y en proceso de desarrollo y diseño: la opción sobre la Tasa Representativa del Mercado (TMR), el futuro sobre *commodities*, el futuro sobre índice S&P 40 MILA y el futuro sobre pico de Energía²⁹⁶.

²⁹⁵ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Concepto no. 22009074985-004. 26 de noviembre de 2009. Disponible en línea: <<http://www.superfinanciera.gov.co/ConsumidorFinanciero/2009074985.pdf>> [Consultado, 10 de Enero de 2012].

²⁹⁶ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Evolución y retos para el desarrollo del mercado de derivados en Colombia. Septiembre, 2011. Disponible en línea: <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/1706047.PDF>> [Consultado 13 de enero de 2012].

Tabla no. 1. Contrato de futuro sobre TES a mediano plazo (TESM)

Activo subyacente (Art. 4.3.1.1.1)	Bono teórico llamado Bono Nacional de tasa fija en pesos, con maduración a 5 años, el cual se emite al vencimiento de cada contrato. Respaldados por una canasta de títulos TES clase B a tasa fija en pesos.
Tamaño del contrato (Art. 4.3.1.1.3)	El valor nominal es de doscientos cincuenta millones de pesos colombianos (COP 250.000.000).
Precio (Art. 4.3.1.1.3)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.3.1.1.4)	Mensual y trimestral (dentro del ciclo de marzo, o sea, marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.3.1.1.5)	0,005 unidades de precio. Fluctuación equivalente a doce mil quinientos pesos colombianos (COP 12.500).
Liquidación (Art. 4.3.1.1.6)	Entrega física del activo subyacente y pago del precio.
Ultimo día de negociación (Art. 4.3.1.1.7)	Miércoles de la primera semana del mes del vencimiento del contrato (si no cae en día hábil, se negociará hasta el día anterior).
Día de vencimiento (Art. 4.3.1.1.8)	Primer viernes del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad mínima y máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.3.1.2.1)	Uno (01) a Cien (100) contratos.
Precio de ingreso (Art. 4.3.1.2.1)	No inferior o superior al último precio, en ambos casos en un rango que no puede superar o restar un monto mayor a 600 ticks de precio.
Parámetro de barrido (Art. 4.3.1.2.2)	Seiscientos (600) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 2. Contrato de futuro sobre TES a corto plazo (TESS)

Activo subyacente (Art. 4.3.2.1.1)	Bono teórico llamado Bono Nocial de tasa fija en pesos, con maduración a 2 años, el cual se emite al vencimiento de cada contrato. Respaldados por una canasta de títulos TES clase B a tasa fija en pesos.
Tamaño del contrato (Art. 4.3.2.1.3)	El valor nominal es de doscientos cincuenta millones de pesos colombianos (COP 250.000.000).
Precio (Art. 4.3.2.1.3)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.3.2.1.4)	Mensual y trimestral (dentro del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.3.2.1.5)	0,005 unidades de precio. Fluctuación equivalente a doce mil quinientos pesos colombianos (COP 12.500).
Liquidación (Art. 4.3.2.1.6)	Entrega física del activo subyacente y pago del precio.
Ultimo día de negociación (Art. 4.3.2.1.7)	Miércoles de la primera semana del mes del vencimiento del contrato (si no cae en día hábil, se negociará hasta el día anterior).
Día de vencimiento (Art. 4.3.2.1.8)	Primer viernes del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad mínima y máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.3.2.2.1)	Uno (01) a Cien (100) contratos.
Precio de ingreso (Art. 4.3.2.2.1)	No inferior o superior al último precio, en ambos casos en un rango que no puede superar o restar un monto mayor a 300 ticks de precio.
Parámetro de barrido (Art. 4.3.2.2.2)	Trescientos (300) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 3. Contrato de futuro sobre TES a largo plazo (TESL)

Activo subyacente (Art. 4.3.3.1.1)	Bono teórico llamado Bono Nocional de tasa fija en pesos, con maduración a 10 años, el cual se emite al vencimiento de cada contrato. Respaldados por una canasta de títulos TES clase B a tasa fija en pesos.
Tamaño del contrato (Art. 4.3.3.1.3)	El valor nominal es de doscientos cincuenta millones de pesos colombianos (COP 250.000.000).
Precio (Art. 4.3.3.1.3)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.3.3.1.4)	Mensual y trimestral (dentro del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.3.3.1.5)	0,005 unidades de precio. Fluctuación equivalente a doce mil quinientos pesos colombianos (COP 12.500).
Liquidación (Art. 4.3.3.1.6)	Entrega física del activo subyacente y pago del precio.
Ultimo día de negociación (Art. 4.3.3.1.7)	Miércoles de la primera semana del mes del vencimiento del contrato (si no cae en día hábil, se negociará hasta el día anterior).
Día de vencimiento (Art. 4.3.3.1.8)	Primer viernes del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad mínima y máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.3.3.2.1)	Uno (01) a Cien (100) contratos.
Precio de ingreso (Art. 4.3.3.2.1)	No inferior o superior al último precio, en ambos casos en un rango que no puede superar o restar un monto mayor a 720 ticks de precio.
Parámetro de barrido (Art. 4.3.3.2.2)	Setecientos veinte (720) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 4. Contrato de futuro sobre Tasa de Cambio Dólar/Peso (Futuro de TRM)

Activo subyacente (Art. 4.4.1.1.1)	Tasa Representativa del Mercado (TRM) del día, calculada y certificada por la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA.
Tamaño del contrato (Art. 4.4.1.1.2)	El valor nominal es de cincuenta mil dólares americanos (USD 50.000).
Precio (Art. 4.4.1.1.2)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.4.1.1.3)	Mensual y trimestral (dentro del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.4.1.1.4)	0,10 unidades de precio. Fluctuación equivalente a cinco mil pesos colombianos (COP 5000).
Liquidación (Art. 4.4.1.1.5)	Financiera, es decir, se realiza en pesos colombianos el día del vencimiento, según la TRM del día anterior redondeada en un (1) decimal, para que corresponda con el mínimo valor de tick de precio definido para el producto.
Último día de negociación (Art. 4.4.1.1.6)	Miércoles de la segunda semana del mes del vencimiento del contrato (si no cae en día hábil, se negociará hasta el día anterior).
Día de vencimiento (Art. 4.4.1.1.7)	Jueves de la segunda semana del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad mínima y máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.4.1.2.1)	Uno (01) a Doscientos (200) contratos.
Precio de ingreso (Art. 4.4.1.2.1)	No inferior o superior al último precio, en ambos casos en un rango que no puede superar o restar un monto mayor a 504 ticks de precio.
Parámetro de barrido (Art. 4.4.1.2.2)	Quinientos cuatro (504) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 5. Mini Contrato de futuro sobre Tasa de Cambio Dólar/Peso

Activo subyacente (Art. 4.4.2.1.1)	Tasa Representativa del Mercado (TRM) del día, calculada y certificada por la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA.
Tamaño del contrato (Art. 4.4.2.1.2)	El valor nominal es de cinco mil dólares americanos (USD 5.000).
Precio (Art. 4.4.2.1.2)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.4.2.1.3)	Mensual y trimestral (dentro del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.4.2.1.4)	Variación mínima 0,1 pesos por dólar. Fluctuación equivalente quinientos pesos colombianos (COP 500).
Liquidación (Art. 4.4.2.1.5)	Financiera, es decir, se realiza en pesos colombianos el día del vencimiento, según la TRM del día anterior redondeada en un (1) decimal, para que corresponda con el mínimo valor de tick de precio definido para el producto.
Último día de negociación (Art. 4.4.2.1.6)	Miércoles de la segunda semana del mes del vencimiento del contrato (si no cae en día hábil, se negociará hasta el día anterior).
Día de vencimiento (Art. 4.4.2.1.7)	Jueves de la segunda semana del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad mínima y máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.4.2.2.1)	Uno (01) a Doscientos (200) contratos.
Precio de ingreso (Art. 4.4.2.2.1)	No inferior o superior al último precio, en ambos casos en un rango que no puede superar o restar un monto mayor a 504 ticks de precio.
Parámetro de barrido (Art. 4.4.2.2.2)	Quinientos cuatro (504) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 6. Contrato de futuro sobre la acción de ECOPETROL

Activo subyacente (Art. 4.5.2.1.1)	Acción Ordinaria de ECOPETROL.
Tamaño del contrato (Art. 4.5.2.1.2)	El valor nominal es de mil acciones.
Precio (Art. 4.5.2.1.2)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.5.2.1.3)	Trimestral (dentro del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.5.2.1.4)	Variación mínima de 1 pesos. Fluctuación equivalente mil pesos colombianos (COP 1000).
Liquidación (Art. 4.5.2.1.5)	Entrega del subyacente y pago del precio al vencimiento.
Ultimo día de negociación (Art. 4.5.2.1.6)	Tres días hábiles antes del vencimiento.
Día de vencimiento (Art. 4.5.2.1.7)	Miércoles de la cuarta semana del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.5.2.2.1)	Quinientos (500) contratos.
Parámetro de barrido (Art. 4.5.2.2.2)	Ochenta y un (81) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 7. Contrato de futuro sobre la acción preferencial de BANCOLOMBIA

Activo subyacente (Art. 4.5.3.1.1)	Acción Preferencial de Bancolombia PFBCOLOM.
Tamaño del contrato (Art. 4.5.3.1.2)	El valor nominal es de mil acciones.
Precio (Art. 4.5.3.1.2)	Se determina según negociación en el mercado.
Vencimiento (Art. 4.5.3.1.3)	Trimestral (dentro del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.5.3.1.4)	Variación mínima de 10 pesos. Fluctuación equivalente diez mil pesos colombianos (COP 10.000).
Liquidación (Art. 4.5.3.1.5)	Entrega del subyacente y pago del precio al vencimiento.
Ultimo día de negociación (Art. 4.5.3.1.6)	Tres días hábiles antes del vencimiento.
Día de vencimiento (Art. 4.5.3.1.7)	Miércoles de la cuarta semana del mes de vencimiento del contrato, si no es día hábil corresponderá el día hábil siguiente.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.5.3.2.1)	Cien (100) contratos.
Parámetro de barrido (Art. 4.5.3.2.2)	Sesenta y dos (62) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla no. 8. Contrato de futuro índice accionario COLCAP

Activo subyacente (Art. 4.6.1.1)	Índice Accionario COLCAP calculado y publicado por la Bolsa de Valores de Colombia.
Tamaño del contrato (Art. 4.6.1.2)	El valor nominal es de veinticinco mil pesos colombianos (COP 25.000).
Precio (Art. 4.6.1.2)	Multiplicación entre el valor nominal por el índice.
Vencimiento (Art. 4.6.1.3)	Trimestral (cercanos del ciclo de marzo).
Mínima unidad para su cotización (Tick) (Art. 4.6.1.4)	Variación mínima de medio punto de índice. Fluctuación equivalente doce mil quinientos pesos colombianos (COP 12.500) por contrato.
Liquidación (Art. 4.6.1.5)	Financiera, calculada en pesos colombianos el día del vencimiento de cada contrato. Calculado con el valor de cierre del índice del último día de negociación redondeado al medio punto de índice más cercano, de forma que corresponda con el mínimo valor de tick de precio definido para el producto
Ultimo día de negociación (Art. 4.6.1.6)	Día del vencimiento del contrato.
Día de vencimiento (Art. 4.6.1.7)	Tercer viernes del mes de vencimiento, si no es día hábil corresponderá el día hábil anterior.
Día de la última liquidación (Art. 4.6.1.8)	Primer día hábil siguiente al vencimiento del contrato.
PARÁMETROS DE NEGOCIACIÓN	
Cantidad máxima de contratos al ingreso de una orden (Art. 4.6.2.1)	Cien (100) contratos.
Parámetro de barrido (Art. 4.6.2.2)	Ciento veinte (120) ticks.

Fuente: Elaborada con base en la Circular Única del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia.

5.1.3 CELEBRACIÓN Y REGISTRO DE OPERACIONES EN EL SISTEMA.

Con la aprobación del reglamento y con la entrada en funcionamiento del Sistema Electrónico de Negociación X–Stream, se consideran automáticamente inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) los contratos debidamente autorizados por la BVC, haciendo parte de tal espectro los consagrados en el párrafo 3° del artículo 2° de la Ley 964 de 2005 (artículo 5.2.2.1.5 del Decreto 2555 de 2010). Por tanto, cualquier operación que se realice respecto de aquellos únicamente podrá ser celebrada o registrada en el sistema, o en aquellos sistemas de negociación o registro distintos al mismo, a los cuales la Bolsa haya previamente permitido la respectiva inscripción²⁹⁷.

Remembrando lo expuesto en el Capítulo III (3.3.4), la contratación en punto de las operaciones que se tranzan en el sistema es de carácter ciego, es decir, sin que pueda conocerse la identificación de las partes. Para ello se cuenta con dos metodologías de negociación²⁹⁸: i) **continua**: aquí las órdenes de compra y de venta que ingresan se adjudican consecutivamente por medio de un algoritmo de calce²⁹⁹ automático; ii) **por subasta**: las órdenes de compra y venta se ingresan durante cierto periodo de tiempo, procediéndose a la adjudicación concluido tal lapso, según criterios de calce que permiten la adjudicación de las ordenes a un precio de equilibrio.

En otras palabras, en el sistema la compraventa de los contratos derivados se ejecuta ya de forma directa o por adjudicación mediante subasta. No obstante, pueden registrarse las operaciones adelantadas por fuera del sistema, entre miembros entre sí o con personas que no ostentan dicha calidad (pero que

²⁹⁷ Artículo 2.1.3. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

²⁹⁸ Artículo. 2.2.1. Ibíd.

²⁹⁹ “Es el proceso en virtud del cual se vinculan entre sí de manera automática las Órdenes compatibles en el Sistema y se genera una Operación”. Artículo. 1.1.2. Ibíd.

accedan a través de un miembro), sobre contratos derivados inscritos en la Bolsa. Así las cosas, para registrar una operación en el sistema deben seguirse las siguientes reglas:

1. De forma inicial, un Miembro iniciará la solicitud del registro de la Operación indicando quien es la contraparte que deberá confirmar directamente o a través de un Miembro, según el caso, el registro de la misma. Igualmente, deberá ingresar como mínimo la información de precio, volumen y Contrato y aquella adicional que la Bolsa determine mediante Circular.
2. La contraparte directamente o a través de un Miembro, según el caso, podrá confirmar o rechazar el registro de la Operación.
3. El registro definitivo de las Operaciones confirmadas por la contraparte se realizará una vez la Cámara [CRCC] realice el control de riesgo y acepte la Operación. En caso contrario la Bolsa rechazará la solicitud de registro de la Operación.
4. Toda solicitud de registro de una Operación deberán cumplir con un control de precio así como con un volumen o cantidad mínima definidos por la Bolsa mediante Circular. Por lo tanto, en caso de que la solicitud de registro de una Operación no cumpla con lo anterior, la Bolsa deberá rechazar la solicitud de registro de dicha Operación en el Sistema.
5. La solicitud de registro de Operaciones solo procederá para cuentas disponibles en el Sistema que correspondan a cuentas de titulares en la Cámara y no a aquellas cuentas que permitan la distribución de la Operación en cuentas de varios titulares en el sistema de Cámara.
6. La Bolsa a través de Circular establecerá el procedimiento detallado que deberá cumplirse para el registro de Operaciones por parte de los Miembros, la información mínima requerida para que la solicitud de registro sea tenida en cuenta, la cantidad mínima de Contratos y las condiciones de control de precio que le serán aplicables a las solicitudes de registro.
7. En todo caso, la Bolsa no será responsable por la calidad, ni la capacidad o facultades legales bajo las cuales los Miembros registren operaciones en el Sistema; tampoco será responsable por la información ingresada al Sistema, ni por las operaciones registradas, ni por el rechazo del registro de las

mismas, en virtud de sus funciones y facultades.

8. Finalmente, las partes intervinientes en la Operación serán responsables de acordar, con antelación a la realización de la solicitud, el tratamiento que tendrá la Operación en caso de rechazo de la solicitud³⁰⁰.

Nótese que, básicamente, lo que jurídicamente ocurre en el mercado son contratos de compraventa, independientemente de los efectos en particular que se desprenden de cada derivado. Pues lo único que se hace, en primera instancia, es la determinación de la cosa y su precio, perfeccionándose como consecuencia el acuerdo. De lo que se sigue la aplicación de los mismos principios que rigen la negociación de valores, lo cual es apenas normal teniendo en cuenta que la Ley 964 de 2005 le otorga la calidad de valores a los derivados estandarizados.

Por su parte, las ruedas de negociación se efectúan mediante diferentes sesiones, consistentes en lapsos de tiempo durante los cuales el mercado se desenvuelve conforme a una serie de reglas determinadas³⁰¹. Las sesiones son de tres tipos: de preparación, de negociación y de registro.

Las primeras se realizan ya sea antes de iniciarse (preparación de apertura) o luego de finalizar (preparación de cierre) las sesiones de negociación propiamente dichas. Y, en ellas, los usuarios se alistan para afrontar la jornada por medio de la administración de sus órdenes, sin que puedan ellas ser expuestas al mercado, ni generar calces en el sistema.

En las segundas, se presentan tres etapas³⁰²: a) subasta de apertura. En ella se

³⁰⁰ Artículo. 2.2.2. *Ibíd.*

³⁰¹ Artículo. 2.2.3. *Ibíd.*

³⁰² Numeral 2°. *Ibíd.*

permite el ingreso o retiro de órdenes del Libro Público de Órdenes³⁰³, las cuales, de mantenerse vigentes, se calzan al cierre de la sesión. Su propósito fundamental reside en establecer el precio de apertura del contrato en el mercado; b) mercado abierto. Aquí se ingresan y se modifican las órdenes por medio de la metodología de negociación continua; c) subasta de cierre. Envuelve la misma metodología de la subasta de apertura, su propósito, en contraste, es determinar el precio del contrato al cierre del mercado.

La sesión de registro, finalmente, es aquella donde se permite a los miembros registrar las operaciones celebradas por fuera o al interior del sistema para su futura compensación y liquidación por parte de la CRCC. Al igual que en las anteriores, los horarios que rigen cada una de ellas se determinan mediante circular, previa información a la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA.

5.1.3.1 ÓRDENES.

Una orden es la oferta o postura de «compra o de venta de uno o varios Contratos de Derivados realizada por un Miembro del Mercado, que contiene la información necesaria para ser identificada y comunicada a los demás Miembros del Mercado, como destinatarios de la misma, a través del Sistema»³⁰⁴. En otras palabras, son el medio que permite ya sea el ofrecimiento, o la adhesión, de una transacción.

En este sentido, los miembros tienen a su disposición una amplia gama de órdenes que pueden ingresar en el sistema en las sesiones de mercadeo y de negociación. Según el Reglamento General del Mercado de Derivados se clasifican según su naturaleza, condiciones de ejecución, duración y

³⁰³ Tablero donde se visualizan todas las órdenes vigentes y activas en el sistema por estar disponibles para poder ser calzadas en el mercado.

³⁰⁴ Artículo. 1.1.2. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

características especiales, así³⁰⁵:

5.1.3.1.1 SEGÚN SU NATURALEZA.

De acuerdo con su naturaleza, una orden puede ser:

- A. Orden Límite:** ingresar esta orden implica que se comprará hasta un precio máximo o se venderá desde un precio mínimo sobre órdenes contrarias compatibles, siempre que estén vigentes en el sistema. Se realizará la operación por cualquier cantidad del total ofrecido y si queda un saldo permanecerá en el sistema como una orden activa. Si no hay ordenes compatibles con la ingresada, ésta quedará activa.

- B. Orden de Mercado:** ingresar esta orden implica para el miembro comprar o vender al mejor precio o a los mejores precios existentes en el sistema. Si del total ofrecido hay saldo, el sistema lo retira automáticamente.

- C. Orden de Mercado por lo Mejor:** esta orden implica para el miembro comprar o vender únicamente al mejor precio existente en el sistema; la operación se realizará por cualquier cantidad del total ofrecido y, de haber saldo, quedará vigente en el Sistema como una orden límite activa, cuyo precio será igual al de la última operación realizada.

5.1.3.1.2 SEGÚN LAS CONDICIONES DE EJECUCIÓN DE LA ORDEN.

Los miembros del mercado podrán definir adicionalmente el tipo de ejecución de la orden en el sistema de acuerdo a la siguiente tipología:

- A. Orden *Fill and Kill*:** ingresar una orden con esta condición implica que debe ser ejecutada inmediatamente es ingresada, calzando una cantidad parcial o

³⁰⁵ Artículo. 2.3.1. *Ibíd.*

su totalidad, con una o varias órdenes contrarias según el tipo de ingreso definido. Los saldos sin ejecutar de la Orden son retirados automáticamente por el sistema. Este tipo de ejecución puede actuar con órdenes límite, de mercado o de mercado por lo mejor.

- B. Orden *Fill or Kill*:** ingresar una orden con esta condición implica que debe ser ejecutada inmediatamente es ingresada, calzando únicamente en su totalidad, con una o varias órdenes contrarias según el tipo de ingreso definido. Si no se produce el calce total la orden debe ser retirada automáticamente sin adjudicación. Este tipo de ejecución puede actuar con órdenes límite, de mercado o de mercado por lo mejor.

- C. Orden de Cantidad mínima:** la orden debe ser ejecutada por lo menos en una cantidad determinada, establecida por el miembro, ya sea con una o varias órdenes contrarias según el tipo de ingreso definido. Si no se produce el calce por dicha cantidad el sistema retira automáticamente la orden. Este tipo de ejecución puede actuar con órdenes límite, de mercado o de mercado por lo mejor.

- D. Ninguna:** esta orden no tendrá condición aplicable respecto de su ejecución y quedará sujeta únicamente a las condiciones sobre la naturaleza y duración de la orden que haya establecido el miembro.

5.1.3.1.3 SEGÚN SU DURACIÓN.

Los miembros podrán determinar la vigencia y duración de las órdenes que ingresan al sistema indicando los siguientes tipos:

- A. Inmediata:** si la orden es ingresada con esta condición deberá intentar calzarse al instante de su ingreso y cualquier porción de la orden que quede remanente o que no se calce será eliminada automáticamente.

- B. Diaria:** la orden ingresada con esta condición permanecerá vigente en el sistema únicamente durante todas las sesiones de negociación del día en curso. La duración por defecto para una orden para la cual no se especifique, será diaria. Al final del día las órdenes diarias, o así entendidas, serán eliminadas automáticamente por el sistema.
- C. Sesión:** una orden ingresada al sistema bajo la condición de duración sesión, deberá permanecer vigente únicamente durante la sesión que se indique en el ingreso de la orden. Al final de la sesión dicha orden, sea que se cancele o que no se calce, será eliminada automáticamente.
- D. A Cancelación:** una orden ingresada con ésta condición permanecerá vigente en el sistema de forma indefinida, hasta tanto sea adjudicada o cancelada, por un tiempo máximo de 30 días calendario, luego de ello será eliminada automáticamente.
- E. A fecha indicada:** si la orden es ingresada con esta condición permanecerá vigente en el sistema, hasta la fecha que indique el miembro, en la cual el sistema la eliminará en forma automática si no fuere cancelada o calzada.
- F. A hora indicada:** esta orden permanecerá vigente en el sistema, hasta la hora que indique el miembro. Llegada la hora el sistema la eliminará en forma automática.

5.1.3.1.4 SEGÚN SUS CARACTERÍSTICAS ESPECIALES.

Los Miembros pueden moldear ciertas características a través de los siguientes tipos de órdenes especiales³⁰⁶:

³⁰⁶ En todo caso, la aplicación de estas órdenes especiales y de otras que puedan surgir por combinación de las distintas órdenes está sujeta al desarrollo mediante circular que en tal sentido expida la Bolsa.

- A. Orden Stop:** implica para el miembro asumir que su orden se activa únicamente cuando en el mercado se cotiza a un precio específico o se celebra una operación a un precio específico, fijado por él, denominado “Precio de Activación”. Cuando se activa la orden puede adquirir la condición de una orden límite o de una orden de mercado. Esto quiere decir que se negociara al precio especificado por el miembro o al mejor precio que presente el mercado.
- B. Orden de seguimiento:** esta es una orden compleja que funciona para órdenes límite. El precio máximo o mínimo establecido por el miembro se modificará en la misma proporción en que varíe otro contrato o activo al que el miembro decida hacer seguimiento. El miembro escogerá entre el precio de la mejor orden de compra, el precio de la mejor orden de venta, el precio de la última operación o el precio promedio de la mejor orden de compra y venta del otro producto para realizar el seguimiento. Así, la modificación en el precio escogido del valor elegido modificara automáticamente el precio límite en este tipo de orden.
- C. Orden de cantidad oculta:** También opera para órdenes límite. Consiste en hacer que en el mercado solo pueda visualizarse una porción de la orden, la que desee el miembro. El porcentaje mínimo del total de la orden que sea divulgado debe ser reglamentado por la bolsa. Una vez que se produce el calce, automáticamente se divulga otra porción idéntica y se repite este ciclo hasta finalizar la orden.
- D. Orden de creador de mercado:** implica para el miembro la posibilidad de lanzar simultáneamente al sistema dos órdenes límite, una de compra y otra de venta con diferentes precios sobre el mismo contrato. Se realiza para promover liquidez del mercado.

5.1.4 CONCLUSIONES PARCIALES Y OTRAS CUESTIONES.

Desde el anterior recorrido se pueden apreciar los principales aspectos contractuales de la negociación con contratos derivados financieros en el mercado organizado del país.

En primer lugar, la autonomía de la voluntad se reduce, puesto que las condiciones de todo negocio son predichas, de tal suerte que el origen de los productos se remonta a las ofertas dadas por los miembros del programa de creadores del mercado de derivados en estricto cumplimiento de las directrices del sistema, no pudiéndose negociar en el mercado, entonces, nada diferente al precio.

En segundo lugar, este tratamiento convierte a las negociaciones con derivados financieros estandarizados en una actividad de intermediación, de tal suerte que quienes realicen operaciones con estos productos deben sujetarse a los deberes y obligaciones propias de los agentes del mercado de valores.

Y, teniendo en cuenta el aspecto práctico, la compraventa es el negocio jurídico desde el que se estructura toda su contratación real, en todo caso, en sede del derivado se generan prestaciones específicas, por ende, son dos contratos los que se celebran en el sistema, el de compraventa del instrumento y el contenido en la misma operación financiera. Surtidas estas apreciaciones, podemos adentrándonos un poco más en la órbita contractual desde la que giran esta clase instrumentos:

5.1.4.1 MECANISMOS PARA LA RESOLUCIÓN DE CONFLICTOS.

En lo que se refiere a la solución de controversias³⁰⁷, entre los miembros de la Bolsa o entre aquellos con esta, las condiciones de oferta y compra de servicios

³⁰⁷ Artículo. 1.7.1. COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. cit.

contienen una clausula especial donde se obligan los partícipes del sistema a presentar el caso ante un tribunal de arbitramento. Esto es, una clausula compromisoria para el sometimiento de las diferencias nacidas sobre la celebración, interpretación, ejecución, terminación o desarrollo de operaciones que se desarrollan en el sistema, siempre y cuando no pueda solucionarse el conflicto mediante acuerdo directo entre las partes en un plazo no superior de dos (2) meses, contados a partir de la fecha de la operación. De no ser posible el acuerdo directo, la cuestión será resuelta por un Tribunal de Arbitramento. El cual estará conformado por tres árbitros, designados por las partes o, ante la ausencia de acuerdo, conforme al sorteo que para el efecto se realiza según las listas del Centro de Arbitraje y Conciliaciones de la Bolsa de Valores de Colombia o a falta de éste, del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá, todo cuando las pretensiones superen los mil salarios mínimos legales mensuales vigentes (1000 SMLMV).

De ser inferior a la anterior cuantía, el Tribunal de Arbitramento estará conformado por un árbitro, igualmente designado por las partes o a través de sorteo entre los árbitros inscritos en las listas que lleva el Centro de Arbitraje y Conciliaciones de la Bolsa de Valores de Colombia o a falta de éste, del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá.

Y, en cualquier caso, el árbitro o los árbitros serán Abogados inscritos y deberán proferir sus decisiones en derecho. A su vez, el Tribunal de Arbitramento tendrá sede en la ciudad de Bogotá y se regirá por las leyes de Colombia.

5.1.4.2 EXTENSIÓN DEL PRINCIPIO DE FINALIDAD Y DE PROTECCIÓN DE GARANTÍAS.

A más de ser improcedente contra los derivados estandarizados la acción cambiaria de regreso y las medidas para el restablecimiento de derechos, el comiso y la incautación y la acción reivindicatoria contra el tercero que los

adquiere obrando de buena fe exenta de culpa (véase Capítulo III, unidad 3.2.9), los derivados del mercado organizado también cuentan con el principio de finalidad y el de protección de las garantías que protegen las operaciones sobre valores (artículos 2.13.1.1.11 y parágrafo de art. 2.35.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010).

En el primero está consagrado por la Ley 964 de la siguiente manera:

Las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, ***serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación***³⁰⁸.
(Subrayado y negrilla fuera de texto)

Entendiéndose, por su parte, por transferencia «la instrucción incondicional dada por un participante a través de un sistema de compensación y liquidación de valores para que se efectúe la entrega de un valor o valores, o de determinada cantidad de fondos a un beneficiario designado en dicha instrucción»³⁰⁹.

Jurídicamente, el beneficio radica en que una vez aceptada por el sistema de compensación y liquidación, para nuestro caso la CRCC, la transferencia realizada, los valores y los fondos no pueden ser objeto de medidas judiciales o administrativas, incluidas las medidas cautelares, ordenes de retención o similares, aquellas producto de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, cuyo objeto sea prohibir, suspender o limitar de cualquier forma las obligaciones a satisfacer y los pagos a surtirse a través de dichos sistema.

³⁰⁸ Artículo 10. COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 (8, julio, 2005). Op. cit.

³⁰⁹ Inciso segundo. *Ibidem*.

Justamente, las órdenes de transferencia aceptadas, los actos necesarios para su cumplimiento y las operaciones que de ellas se deducen no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces³¹⁰.

En contrapartida, dichas medidas solo producirán sus efectos cuando las órdenes de transferencia no hubiesen sido aceptadas, esto a partir del momento en que sean notificadas al administrador del sistema de acuerdo con las normas aplicables. Ya tratándose de las acciones propias de las normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas dicha notificación deberá hacerse de manera personal al representante legal del administrador del sistema³¹¹.

Lo expuesto no contraviene las acciones que puedan ejercitar el agente especial, el liquidador, los órganos concursales, las autoridades del caso o cualquier acreedor a quien le asista el derecho para exigir, de ser procedente, las indemnizaciones a lugar o las responsabilidades aplicables, por una actuación contraria a derecho u otra causa, de parte de quienes se hubieren realizado la respectiva actuación o de quienes indebidamente saquen provecho de las operaciones adelantadas³¹².

Es tan extenso el principio, que se aplica en las operaciones celebradas en el mercado OTC, claro está, desde el momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación, particularmente, por la CRCC³¹³.

El principio de protección de las garantías, en segundo lugar, predispone que las entregadas al sistema de compensación o liquidación, sean ellas propias o de un

³¹⁰ Parágrafo 1°. *Ibíd.*

³¹¹ *Ibíd.*

³¹² Parágrafo 2°. *Ibíd.*

³¹³ Parágrafo 3°. *Ibíd.*

tercero, afectadas al cumplimiento de operaciones u órdenes de transferencia, una vez aceptadas por el sistema no pueden ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial. Todo hasta que no se cumplan las acreencias nacidas de las respectivas obligaciones u órdenes. Convirtiéndose en irrevocables, sin que puedan a su vez anularse, impugnarse o declararse ineficaces³¹⁴.

En este orden de ideas, serán aplicadas las garantías así el otorgante se encuentre inmerso en un proceso concursal o liquidatorio, o en un acuerdo de reestructuración. Sin perjuicio del sobrante de la liquidación correspondiente a las referidas garantías, caso en el cual retorna al patrimonio del otorgante, para efectos del proceso respectivo³¹⁵.

5.1.4.3 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES.

Mediante el mecanismo de la novación, la CRCC se constituye como acreedora y deudora recíproca de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones que hubiese aceptado previamente para su compensación y liquidación. Este aspecto ya ha sido en varias oportunidades planteado, lo que nos resta por agregar es que en los contratos estandarizados el cumplimiento efectivo o financiero de las obligaciones, siempre se realizará en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, sin que pueda estipularse en contra de ello.

5.2 MARCO JURÍDICO DE LA NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC.

Los mercados sobre el mostrador o no organizados por regla general permiten un mayor espacio a la autonomía de la voluntad, por cuanto las partes de la

³¹⁴ Incisos 1° y 2°, artículo 11 Ibíd.

³¹⁵ Incisos 4°. Ibíd.

operación financiera acuerdan frente a frente el alcance y contenido del acuerdo que suscriben. Preponderan, notoriamente la libertad contractual y el referido principio de la autonomía de la voluntad.

Pero tal libertad, como se ha venido indicando, es relativa, en cuanto que se precisa la existencia de unos mínimos convencionales. Aspectos que sirvan de marco a este tipo de transacciones. Sin esos mínimos, las negociaciones resultarían sumamente difíciles debido al riesgo legal que implica la ausencia de criterios compartidos. Esto, en palabras de MENDOZA ÁLVAREZ, influyó en la creación y extensión de formas contractuales estándar:

Con el fin de mitigar este riesgo legal, normalmente, los contratantes se someten a contratos estandarizados que han sido previamente diseñados y que contienen un sinnúmero de posibilidades que pueden ser acordadas para regular la relación contractual. A nivel global, la gran mayoría de operaciones con derivados se celebran usando la documentación ISDA³¹⁶.

En efecto, con el papel protagónico de los Contratos Marco en la celebración de operaciones con derivados financieros en el mundo, resulta imprescindible presentar su estudio, pues también inciden con fuerza a nivel local.

Según este estado de cosas, se abordará el origen de los Contratos Marco, para luego identificar su estructura y señalar su clausulado más relevante. Permitiéndonos concluir, de antemano, que sus aspectos contractuales si reflejan la extensión del principio de la autonomía de la voluntad, pues elementalmente el propósito de su clausulado es el mutuo entendimiento sobre las acciones y los efectos de las prestaciones por medio de las cuales se obligan. Contando ampliamente con la garantía de diseñar, con sujeción a sus expectativas, la operación financiera.

³¹⁶ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p.190.

5.2.1 HISTORIA.

Remembrando, los contratos de derivados financieros tienen su origen aproximadamente en la década de 1970 dada la demanda de instrumentos financieros que generasen cobertura frente a la volatilidad de las tasas de cambio y el desarrollo del mercado de *forwards* sobre divisas³¹⁷. En 1981, el BANCO MUNDIAL acordó un *swap* con IBM, considerado como la introducción de los *currency swaps* y de los Contratos Marco. En general, en esta época los contratos de derivados se caracterizaban por su alta informalidad, por lo que se causaban altos costos en su transacción (básicamente, por la necesidad de asesoría jurídica y por la labor de intermediación requerida). Lo que, a su vez, conllevaba exposición al riesgo legal que a la postre resultaba inadmisibles (entre ellas, la imposibilidad de estudiar todas las implicaciones futuras de cada una de las cláusulas de cada contrato suscrito).

Pero el incremento gradual de las transacciones con derivados financieros generó Contratos Marco incipientes, en los cuales se incluían las cláusulas frecuentadas, las cuales pasaron poco a poco, y con las debidas modificaciones, a convertirse de uso común. Con este nuevo esquema surgieron los llamados “contrato sombrilla”³¹⁸ que servían de marco general para las negociaciones, las cuales se perfeccionaban con breves documentos que servían para concretar las transacciones. Esta regulación primitiva rápidamente fue superada gracias al trabajo de instituciones orientadas al desarrollo del mercado de derivados, como la ya citada ISDA.

³¹⁷ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 4.

³¹⁸ *Ibíd.*

5.2.2 EL TRABAJO DE LA ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE SWAPS Y DERIVADOS.

La necesidad y los beneficios de una documentación mas o menos estándar motivó la formación, en Estados Unidos, de la *International Swap Dealers Association* en 1985, entidad que se transformaría posteriormente en ISDA (en inglés *International Swaps and Derivatives Association Inc*). Sus investigaciones y sugerencias aunaron en el éxito del mercado de derivados, convirtiéndola con el tiempo en la asociación de agentes más grande del mundo³¹⁹. El principal objetivo de la asociación es promover el desarrollo prudente y eficiente de los negocios de derivados transados en el ámbito privado³²⁰. En este sentido, su principal logro es sin lugar a dudas la creación de los ISDA MASTER AGREEMENTS, es decir, el modelo contractual o Marco más utilizado alrededor del mundo en la negociación de derivados. Su historia puede sintetizarse, perfectamente, con el empleo de las palabras que, dedicadas a ello, emplea el profesor FRADIQUE–MÉNDEZ:

El primer documento modelo desarrollado por la ISDA fue el “Interest Rate and Currency Exchange Agreement” publicado en 1987 que se refería a swaps de tasa de interés y tasa de cambio. Después de varias revisiones, modificaciones y adiciones al Contrato Marco de 1987, aparecieron, en 1992, los dos primeros “Master Agreements” propiamente; a saber, el “Multicurrency – Cross Border Master Agreement” y el “Local Currency – Single Jurisdiction Master Agreement”. El primero estaba diseñado para la celebración de contratos entre partes localizadas en jurisdicciones diferentes y el segundo estaba dirigido a operaciones realizadas entre agentes ubicados en una misma jurisdicción. Por lo tanto, este último no incluía ciertas disposiciones relacionadas con impuestos, moneda de pago, eventos de terminación, oficinas relacionadas, notificación de procesos y algunas definiciones que si se encontraban en el primero. A finales del 2001 se emprendió la revisión y modificación del ISDA Master Agreement Multicurrency de 1992 y se publicó el ISDA Master Agreement de 2002. De todas maneras, es importante señalar que el ISDA Master Agreement de 1992 no ha desaparecido y, de hecho, sigue siendo utilizado por varios agentes del mercado de derivados

³¹⁹ Véase, en línea: <<http://www.isda.org>>

³²⁰ *Ibídem*.

financieros³²¹.

Pues bien, los Contratos Marco, en todas sus versiones, están orientados a la reducción del riesgo legal, es decir la inseguridad jurídica, además del riesgo de crédito que al que se enfrentan las partes en cada negociación. En cuanto al riesgo legal, con el Contrato Marco se reduce de forma considerable, incluyéndose en el resultado los costos de transacción y los riesgos derivados por problemas de documentación incompleta, nulidades o inexigibilidad del contrato. En cuanto al riesgo de crédito la reducción está en función del grado de estandarización, pues en ella se crea un procedimiento que permite que los activos y los pasivos que se generan con la operación puedan sustituirse por créditos y deudas únicas, mediante la inclusión de cláusulas de compensación, como más adelante se verá.

5.2.3 ISDA MASTER AGREEMENTS.

Estos Contratos Marco son la principal fuente de regulación de las operaciones OTC. El objetivo de los Master Agreements es regir todo tipo de transacciones que se realicen sobre derivados financieros, pero resulta evidente que ello no es fácticamente posible por la incidencia que tienen sobre las negociaciones ciertas variables de orden contextual, como por ejemplo, las leyes del país donde se comercia, las particularidades propias de la situación financiera de los agentes, así como sus necesidades particulares. Esta necesidad de ajustar los acuerdos marco ha sido resuelta a partir de la creación de una estructura contractual constituida por diversos documentos que le sirven de complemento formando a la vez un todo con el acuerdo.

Estos documentos se clasifican en seis grandes grupos: «Schedule o Suplemento, Confirmaciones, Protocolos (creados para la versión del ISDA Master Agreement

³²¹ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 8.

2002), Documentos de Apoyo Crediticio o Garantías (Credit Support Documents), Puentes para permitir la interrelación entre diferentes tipos de instrumentos, Definiciones y Anexos de Gas y Energía»³²². Las partes en el contrato utilizan los complementos que su negociación exija. No obstante, resultan básicamente ineludibles en todo acuerdo el suplemento o *shedule* y las Confirmaciones. Así pues, el ISDA MASTER AGREEMENTS³²³, junto a estos dos complementos constituye la estructura mínima de toda negociación.

5.2.3.1 SCHEDULES Y CONFIRMACIONES.

El Contrato Marco permanece inalterado durante la contratación. El suplemento, por su parte, es el instrumento a través del cual se introducen las modificaciones necesarias para acomodar el contrato al interés específico perseguido por los contratantes, quienes insertan para ello cláusulas especiales. Conforme lo cual, el Contrato Marco sirve de referente para la negociación, pero las partes se obligan en realidad desde los términos descritos en el suplemento.

De acuerdo con los especialistas en la materia, la variación en los términos y condiciones de cada operación pactada conduce a la necesidad de crear otro documento que permita la confirmación del pacto. Precisamente, en las Confirmaciones los contratantes consignan nuevamente y de forma inclusive más puntual los términos de la transacción. El contrato nace a la vida jurídica, únicamente, desde el momento en que se ejecutan en debida forma las Confirmaciones, de lo contrario se puede decir que lo hecho no es más que el

³²² *Ibíd.*, p. 9.

³²³ El ISDA MASTER AGREEMENT contiene 14 secciones diferentes: 1) Criterios de interpretación del contrato; 2) Obligaciones de cada una de las partes; 3) Manifestaciones de las partes; 4) Acuerdos entre las partes; 5) Eventos de incumplimiento y eventos de terminación; 6) Normas aplicables a la terminación anticipada; 7) Prohibición de ceder el contrato a menos que la contraparte haya expresado su consentimiento por escrito; 8) Moneda de contratación acordada; 9) Misceláneos (modificaciones, obligaciones sobrevivientes, confirmaciones, entre otras); 10) Partes del contrato y entidades afiliadas a estas; 11) Normas sobre los gastos relacionados con el contrato; 12) Normas relativas a las notificaciones; 13) Ley y jurisdicción aplicable; y 14) Definiciones. Sobre el particular puede consultarse la obra de FRADIQUE-MÉNDEZ. *Ibíd.*

estado precontractual del acuerdo. Tan importante son las Confirmaciones, que se puede realizar la operación aun sin la existencia del Contrato Marco.

Las Confirmaciones son de dos tipos: largas y cortas. La Confirmación larga incluye todos los términos de la negociación, tan detallada que inclusive puede llegar a realizarse directamente sin haberse celebrado Contrato Marco alguno. La Confirmación corta, por su parte, contiene términos y provisiones estándar. En la práctica, los contratos sobre derivados financieros se celebran mediando estas dos formas contractuales: ISDA MASTER AGREEMENT, *shedule* y Confirmación Corta, o simplemente Confirmación Larga. De hecho, como lo afirman ROZO, GALLEGO y CONTRERAS, las partes «pueden haber firmado el Contrato Marco y el suplemento y ello no implica que exista una relación contractual ni la obligatoriedad de celebrar operaciones»³²⁴.

5.2.3.2 CRITERIOS DE INTERPRETACIÓN.

La complejidad misma de la negociación se ve blindaba, en la medida de lo posible, por cláusulas que permiten establecer jerarquías frente a los conflictos de interpretación generados por la virtual colisión entre las disposiciones del clausulado obrante en todos los documentos que en conjunto constituyen el contrato.

Por ejemplo, se consagra el criterio del primado de la especialidad. Esto conlleva a que en caso de contradicción entre los documentos prevalece lo establecido en la Confirmación sobre lo plasmado en el *schedule* y éste, a su vez, primará sobre el Contrato Marco.

³²⁴ ROZO, Iván Eduardo, GALLEGO, Laura María y CONTRERAS, Lina María. Análisis comparado de contratos marco para operaciones con derivados. En: Análisis Revista del Mercado de valores. Diciembre, 2010, no. 1, p. 222. Disponible en línea: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/revistaanalisised1.pdf>> [Consultado, 21 de Diciembre de 2011].

También, se predica la celebración del acuerdo con la idea fundamental de que todos sus documentos integren un solo contrato. Esta cláusula está orientada a evitar que los liquidadores de agentes insolventes realicen aquellas operaciones que generan ganancias mientras terminan las que generan pérdidas. Esto se conoce como el *Cherry Picking* y su prohibición procura la estabilidad de la negociación, pues se entiende que las diferentes operaciones forman parte de un solo acuerdo.

5.2.3.3 EL INCUMPLIMIENTO.

Las causales de incumplimiento, en los Contratos Marco, están previstas en las siguientes ocho eventualidades³²⁵:

- I. Cuando no se cumple el cronograma de entregas o pagos (para los cuales hay un periodo de gracia de un día hábil);
- II. Por incumplimiento o repudiación del contrato mismo;
- III. Por incumplimiento en relación con las garantías otorgadas en el contrato;
- IV. Por falsedad, error, imprecisión frente a lo manifestado en el contrato o en las garantías, siempre y cuando puedan afectar el acuerdo;
- V. Por incumplimiento en las transacciones específicas, ya sea por aceleración o terminación anticipada de una transacción, incumplimiento en el pago, en la entrega o en la compensación de los pagos después del periodo de gracia o desconocimiento de la obligación a cumplir por parte de otras personas vinculadas a la operación;

³²⁵ Cada caso en detalle, véase: FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 14-15.

VI. Por incumplimiento cruzado: aquel que lleva unas consecuencias como endeudamiento para una de las partes o incumplimiento de un pago exigible por su relación con otro instrumento o contrato financiero. Para que se constituya este incumplimiento se requiere no solo que el hecho se haya presentado, sino que el monto de la deuda o del pago sea superior al riesgo de crédito que las partes están dispuestas a asumir;

VII. La insolvencia y

VIII. La fusión están contempladas también como eventos de incumplimiento. En el caso de la insolvencia se entiende que hay incumplimiento de cualquiera de las partes si entran en procesos de reestructuración o tomas de posesión, como los contemplados en la Ley colombiana, o si lo hacen las entidades especificadas en el Contrato Marco o los garantes del mismo. En el caso de fusión hay incumplimiento cuando las partes o los garantes se fusionan y las sociedades resultantes no asumen las obligaciones derivadas del Contrato Marco.

Así las cosas, y de acuerdo con MENDOZA ÁLVAREZ, es preciso indicar que:

Dado un evento de incumplimiento se generan dos efectos jurídicos a favor de la contraparte: i) el derecho a terminar anticipadamente el contrato, y ii) la facultad, si ésta decide terminar el contrato, de compensar y liquidar las obligaciones pendientes de su contraparte más los perjuicios ocasionados por el incumplimiento, con las obligaciones a su cargo (set-off). De esta manera, la parte cumplida resarce automáticamente los perjuicios ocasionados por el incumplimiento sin necesidad de someterse a un proceso judicial³²⁶.

Finalmente, la parte que ha cumplido tiene el derecho a terminar todas las obligaciones derivadas del Contrato Marco, para ello debe dar a su contraparte un

³²⁶ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p.194.

aviso dentro de los 20 días siguientes al evento de incumplimiento sobre su intención de dar por terminadas las transacciones y los pagos de forma anticipada.

5.2.3.4 TERMINACIÓN ANTICIPADA CONTEMPLADA.

En la sección 6 b, el ISDA Master Agreement, prevé cinco eventos en los cuales puede darse por terminado el contrato sobre el financiero derivado sin que dicha terminación conlleve un reproche, en sede de responsabilidad, a una de las partes. Esto no es obstáculo para que los contratantes inserten otras formas de terminación anticipada de manera consensual. Se trata, más bien, de una previsión que procura mitigar el impacto generado sobre los contratos por eventos que conminarían a cualquiera de los miembros de la relación a realizar transacciones no viables financieramente. Como lo son:

- A. Ilegalidad:** el cumplimiento del contrato se torna ilegal o imposible por cambio en la legislación aplicable. Este evento puede ser alegado por cualquiera de los sujetos de la relación. La parte afectada dispondrá de 30 días después de la notificación para subsanar y ponerse en regla.

- B. Fuerza mayor:** «cubre todas aquellas situaciones que se encuentran por fuera del control de las partes (por ejemplo guerras y/o desastres naturales) que hacen que la ejecución del contrato sea imposible o poco práctica a pesar de los esfuerzos razonables de las partes por cumplir con lo pactado»³²⁷. Este evento será alegado por la parte afectada.

- C. Evento tributario:** una nueva regulación fiscal encarece los costos de transacción de la operación pactada. Podrá alegar este evento la parte afectada.

³²⁷ FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 16.

- D. Evento tributario por fusión:** si la nueva entidad genera efectos tributarios negativos para la ejecución de los contratos de derivados financieros se tipifica esta forma de terminación. Este evento podrá ser alegado por la parte cumplida.
- E. Evento de Crédito por fusión:** cuando la calidad crediticia de la parte que se fusiona se ve deteriorada. También podrá ser alegado por la parte cumplida.

Cuando se configuran estos casos, o cualquier otro que haya sido pactado, se producen automáticamente ciertos efectos. Por ejemplo, si la terminación es por fuerza mayor se genera un periodo de gracia o espera, si durante él se confirma la imposibilidad de continuar con el contrato las partes fijan fecha para su liquidación. Si el evento es tributario, la parte afecta puede buscar que sus filiales cumplan en su nombre mediante la transferencia del contrato y si ello no es posible se procederá a la liquidación.

5.2.3.5 NETTING.

El Contrato Marco contiene cláusulas relativas a la *compensación* de las obligaciones entre las partes en determinados momentos de la ejecución del acuerdo. Dicha *compensación*, conocida como *netting* o neteo, procura reducir los riesgos financieros ajenos a la negociación mediante el reemplazo de las deudas y créditos de determinadas transacciones por deudas únicas netas.

El sentido en que se usa el término *compensación* en el Contrato Marco debe ser delimitado, puesto que no resulta equivalente con el instituto jurídico de la *compensación* de que trata el artículo 1714 de nuestro Código Civil. En efecto, en nuestra normatividad la *compensación* es un modo de extinción de las obligaciones de dos partes que son acreedoras y deudoras recíprocamente. El término *netting*, en contraste, hace referencia al cálculo de una posición neta, en

un momento determinado, sin que necesariamente se produzcan efectos liberatorios sobre las obligaciones recíprocas de las partes.

El Contrato Marco establece diferentes clases de *neteo*:

A. *Payment netting*: las partes acuerdan el neteo de todas las obligaciones recíprocas en una moneda y fecha de vencimiento determinadas. La cláusula 2c del Contrato Marco así lo determina:

Si en cualquier fecha, determinados importes resultaren pagaderos: (i) En la misma moneda; y (ii) Respecto de la misma operación; por cada una de las partes a la otra, las obligaciones de cada una de las partes de realizar el pago de tal importe en dicha fecha serán satisfechas y liberadas de forma automática y, si el importe global que de otra forma hubiera resultado pagadero por una parte superara el importe global que de otra forma hubiere resultado pagadero por la otra parte, dichas obligaciones serán sustituidas por la obligación de aquella parte cuyo importe a pagar fuese mayor, de realizar un pago a la otra parte por el importe del exceso. Las partes podrán elegir que la compensación se efectúe respecto de las cantidades a pagar en una misma fecha y en una misma moneda en relación con dos o más operaciones en lugar de respecto a una única operación. Dicha elección se realizará en el anexo o en una confirmación, especificando que el sub-apartado (ii) anterior no será de aplicación a las operaciones especificadas, señalando la fecha de entrada en vigor (en cuyo caso el sub-apartado (ii) anterior no será de aplicación, o dejará de ser de aplicación a las operaciones señaladas a partir de tal fecha). Esta elección podrá realizarse por separado para distintos grupos de operaciones y será de aplicación por separado a cada par de oficinas a través de las cuales las partes realicen y perciban pagos o entregas³²⁸.

B. *Close out netting*: cuando una de las partes incurre en una causal de incumplimiento y como resultado de ello se produce la terminación anticipada del contrato, se hacen exigibles todas las obligaciones. En aplicación de esta cláusula aceleratoria las obligaciones pendientes se vuelven líquidas y se

³²⁸ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. ISDA MASTER AGREEMENT, 1992.

valoran las posiciones de las partes, con el objetivo de reducir las a un monto neto. Este tipo de neteo surge precisamente de la comprensión de indivisibilidad del Contrato Marco frente a todas las operaciones que regula, pues todas forman parte de un solo negocio jurídico. Así lo expresa la sección 1c del Contrato Marco:

Acuerdo único. Todas las operaciones se celebran sobre la base de que el presente Contrato Marco y todas las confirmaciones integran un acuerdo único entre las partes (que se denominarán conjuntamente “el Contrato”), de forma que de no ser así, las partes no celebrarían ninguna operación³²⁹.

C. *Netting by Novation*: es un acuerdo de orden contractual en el que las partes reemplazan sus obligaciones vigentes por obligaciones nuevas. Este tipo de neteo implica, al igual que la novación que contempla nuestro Código Civil en su artículo 1687, que la obligación anterior queda extinguida. Esta cláusula también reduce el ya mencionado riesgo del *cherry Picking* puesto que las transacciones ya neteadas no pueden ser revividas.

5.2.3.6 GARANTÍAS.

Diferentes tipos de garantías se pueden otorgar en una transacción con derivados financieros. La idea que subyace a todas ellas es la de asegurar que la parte cumplida, de ser el caso, obtenga el pago que le es debido mediante la ejecución de dichas garantías.

En los Contratos Marco de la ISDA las garantías se pactan en un documento anexo titulado: *Credit Support Documents*, del cual existen varias versiones dependiendo de las características contextuales de la negociación y del tipo de garantía que se otorgue. Los modelos más usados de son: “1994 Credit Support Annex (Bilateral Form) – New York law”; el “1995 Credit Support Annex (Bilateral

³²⁹ *Ibíd.*

Form – Transfer) – English law”; el “1995 Credit Support Deed (Bilateral Form – Security Interest) – English law”; y el “1995 Credit Support Annex (Bilateral Form – Loan and Pledge) – Japanese law”³³⁰. La utilización de uno u otro documento señala el lugar de la ley que regirá la interpretación del documento, entendiéndose que la garantía misma se encuentra bajo disposición especial y reglándose la misma por la Ley del respectivo *foro*. Si se usa el “1994 Credit Support Annex (Bilateral Form) – New York law” se sabe que la garantía está dada en prenda y que su ejecución está regulada por la Ley del Estado de New York; si se usa el “1995 Credit Support Annex – English Law” lo que se realiza es una transferencia de los bienes dados en garantía y por ello la parte que los recibe dispone de ellos, como bienes fungibles, con la obligación de restituir bienes de las mismas características, normándose por Ley inglesa; si se utiliza el “1995 Credit Support Deed – English Law” al igual que en el primero mencionado se entrega el bien en prenda, y se aplica la Ley inglesa.

El Contrato Marco no indica expresamente cual es la legislación aplicable sino señala que en los anexos ésta se determinará y será ella la que regirá el contrato y su interpretación. En la cláusula 11 lo confirma al señalar:

- a) Legislación aplicable: El presente contrato se regirá y se interpretará de acuerdo con la legislación indicada en el Anexo.

- b) Jurisdicción: Respecto a cualquier demanda, acción o procedimiento relacionado con el presente Contrato (los “Procedimientos”), cada parte y de forma irrevocable: (i) Se somete a la jurisdicción de los tribunales ingleses, si se declara que el presente Contrato se regirá por la legislación inglesa, o a la jurisdicción no exclusiva de los tribunales del Estado de Nueva York y el Tribunal de Distrito de los Estados Unidos (“United States District Court”) situado en el Condado de Manhattan en la ciudad de Nueva York, si se declara que el presente Contrato se regirá por la legislación del Estado de Nueva York; y (ii) Renuncia a cualquier objeción que tenga en el momento de

³³⁰ Fradique–Méndez L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 22.

establecer el fuero de cualesquiera Procedimientos instados en tal tribunal, renuncia a cualquier reclamación de que tales procedimientos han sido instados en un fuero inconveniente y asimismo renuncia al derecho de impugnar, respecto a tales Procedimientos, que tal tribunal no tenga jurisdicción sobre la parte.

Nada de lo dispuesto en el presente Contrato impide que cualquiera de las partes inste Procedimientos en cualquier otra jurisdicción (fuera, si se declara que el presente Contrato se regirá por la legislación inglesa, de los Estados Contratantes, tal y como se define en el Apartado 1(3) de la Ley de Jurisdicción y Sentencias Civiles de 1982 (“Civil Jurisdiction and Judgments Act 1982”) o cualquier modificación, extensión, o reprobación de la misma vigente en todo momento), ni la iniciación de Procedimientos en una o más jurisdicciones impedirá que se insten los Procedimientos en cualquier otra jurisdicción...³³¹.

Esta cláusula procura desatar cualquier conflicto de leyes que pueda surgir en la determinación del derecho aplicable ante la eventualidad de tener que acudir a los tribunales para dirimir asuntos derivados del acuerdo. Es importante indicar que las partes en los anexos del Contrato Marco pueden someterse a una legislación distinta de las citadas en el literal *b*, y ella será la aplicable según lo indica el literal *a*.

5.2.4 CONTRATOS MARCO LOCALES.

En nuestro país se han desarrollado algunos Contratos Marco que procuran el impulso de los modelos de referencia, en particular los de ISDA.

Básicamente, se trata de cuatro minutas orientadas a la estandarización de estas operaciones en el mercado OTC, ellas son: el Contrato Marco de ASOBANCARIA (en cuyo análisis nos detendremos un poco por tratarse del más elaborado y cubrir una amplia gama de operaciones, el preparado por el MINISTERIO DE HACIENDA, las

³³¹ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. Op. cit.

condiciones mínimas establecidas por la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA y el modelo usado por el BANCO DE LA REPÚBLICA³³².

El Contrato Marco del MINISTERIO DE HACIENDA sigue los lineamientos de la documentación ISDA³³³. Fue creado para que todas las negociaciones del Ministerio fueran reguladas por el contrato y, por ello, el incluyó provisiones para varios tipos de instrumentos derivados, destacándose:

Las operaciones de este tipo se encuentran sometidas a varias condiciones y limitaciones y tiene varios fundamentos legales y reglamentarios; incluyendo las Resoluciones expedidas por el mismo Ministerio de Hacienda autorizando la celebración de operaciones de derivados financieros con entidades autorizadas para proveer cobertura y que estén vigiladas por la Superintendencia Financiera y disponiendo que las operaciones con derivados autorizadas tienen que ser celebradas utilizando los documentos (i.e. el Contrato Marco y el Suplemento del mismo) preparados y aprobados por el Ministerio³³⁴.

El contrato de la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA, por su parte, al igual que los ISDA, enfatiza en provisiones sobre las reglas de interpretación, las definiciones, las facultades de las partes, los eventos de terminación y los de incumplimiento. De este contrato se destaca en particular las cláusulas especiales relativas a la compensación o “neteo” de las obligaciones en periodos determinados de tiempo o ante la superación de cierto monto prefijado de los saldos entre las partes por el vaivén de los activos subyacentes. Se contempla la figura de “recouponing” periódico que permite disminuir el riesgo de crédito y otros riesgos que puedan venir asociados³³⁵.

³³² Fradique-Méndez L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 25.

³³³ MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Op. cit., p.190.

³³⁴ Fradique-Méndez L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 26.

³³⁵ “Los pagos o “neteos” periódicos (Recouponing): Se refiere a la cancelación antes del vencimiento,

Finalmente, el Contrato Marco del BANCO DE LA REPÚBLICA, que fuera diseñado en medio de la crisis de vivienda, tras la creación del UVR, para que las entidades crediticias pudieran blindarse frente a la diferencia que pudiera presentarse entre las tasas de interés del mercado y la inflación. Por ello, este Contrato Marco únicamente contempló los contratos de Opciones europeas tipo CAP, pues servían a las instituciones específicamente para el riesgo que quería cubrirse. De todo esto puede colegirse que la regulación de los contratos desarrollados dentro del mercado de derivados financieros OTC es en Colombia, todavía, incipiente.

5.2.4.1 CONTENIDO MÍNIMO.

En el país, la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA se encarga de definir las reglas básicas para la suscripción de un Contrato Marco.

Esto, tras el deber general que impone a las entidades vigiladas de elaborar y suscribir un Contrato Marco que sirva de regulación a las operaciones que realizan con instrumentos financieros derivados en el mercado mostrador (OTC). No obstante, a ellas se les concede la posibilidad de prescindir de tal exigencia, si suscriben un contrato que contenga las cláusulas mínimas de los ISDA MASTER AGREEMENT.

Ahora bien, la SUPERFINANCIERA, en Concepto 2010015122–001 del 16 de abril de 2010, despejó las dudas de interpretación que pudiera generar la expresión “cláusulas mínimas”, al decir:

Si se analiza el texto de un acuerdo marco normalizado “ISDA Master Agreement” puede encontrarse que este consiste en tres partes principales: (i) un acuerdo marco normativo como tal, (ii) un acuerdo particular, o “Schedule”, y (iii) la prueba escrita de las operaciones específicas que van a celebrar las

con una frecuencia previamente establecida o cuando se alcanza o supera un determinado monto, de los saldos a favor o en contra que resulten de la valoración de un instrumento financiero derivado. Esta cláusula debe constar dentro del texto del contrato marco”. Literal H, numeral 3°, anexo 2. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular Externa Número 100, noviembre de 1995.

partes, o “Confirmation Letter”.

(...)

En ese orden de ideas, la primera parte contempla disposiciones generales que enmarcan de forma amplia el espectro normativo al que necesariamente se acogen las partes que suscriben un acuerdo ISDA.

(...)

Cuando el anexo 2 del Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera (CE 100 de 1995) menciona las “cláusulas mínimas” de un contrato ISDA, se entiende que ellas son las contenidas en el texto de la primera parte, es decir, del acuerdo marco normalizado “ISDA Master Agreement”, ya que esta sección no depende de las previsiones particulares que quieran pactar las partes, sino que constituye un género aplicable a cualquier tipo de operaciones con instrumentos financieros derivados por partes indeterminadas. Dentro de ellas, no se incluyen ni el acuerdo particular o “Schedule”, ni las confirmaciones o pruebas escritas del negocio “confirmation letter”³³⁶.

Visto así, se exigen como principales términos y condiciones, a tener en cuenta al momento de elaborarse el acuerdo, los siguientes:

- I.** El Contrato Marco estará conformado por tres partes:
 - A.** El texto mismo del Contrato Marco.
 - B.** El Suplemento (este, no puede modificar ni derogar las condiciones mínimas previstas en el anexo en comento ni las demás que la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA indica aplicables al Contrato Marco).

³³⁶ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Concepto no. 2010015122-001. 16 de abril de 2010. Disponible en línea, véase: <<http://www.superfinanciera.gov.co>> [Consultado, 6 de Enero de 2012]

- C.** Cada una de las cartas de Confirmación que se realicen por instrumento financiero derivado que se negocie (cada carta de Confirmación debe establecer la forma en que se calculará el precio justo de intercambio del instrumento financiero derivado para su liquidación y las características pactadas para su cumplimiento).
- II.** El Contrato contendrá como mínimo los siguientes aspectos³³⁷:
- i.** Definiciones: son aplicables las definiciones contenidas en el Título VII de la Parte Segunda de la Resolución 400 de 1995 y las previstas en el Capítulo XVIII de la Circular.
 - ii.** Criterios de Interpretación: el anexo señala como criterios de interpretación las reglas contenidas en los artículos 1618 a 1624 del Código Civil y demás normas concordantes. Pese a ello, al igual que los ISDA, se sigue el criterio de especialidad, según el cual los pactos más específicos prevalecen sobre las condiciones generales. Las controversias que se susciten entre el acuerdo Marco y la carta de confirmación, por ejemplo, se resuelven mediante la prevalencia de esta última. De todas maneras, advierte la Circular, ni los suplementos ni las confirmaciones pueden derogar las condiciones mínimas previstas en el Contrato Marco.
- D.** Declaraciones de capacidad/facultad: el contrato debe indicar con claridad quienes son las personas facultadas para suscribir el Contrato Marco, el suplemento y las cartas de confirmación. Si la entidad es vigilada, señala la Circular, se entiende facultado cualquier representante que esté debidamente posesionado, a menos que se

³³⁷ Sin perjuicio de que las entidades vigiladas fijen criterios más exigentes para efectos de control de riesgos.

expresarse mediante lista anexa al contrato que se autoriza a otras personas.

- E.** Eventos de terminación anticipada: los Contratos Marco deben tener contemplados como mínimo los siguientes eventos de terminación que serán considerados como justa causa:
- i. Incumplimiento no subsanado en el pago o en la entrega:** se terminará anticipadamente el contrato si no se pagan los flujos de los instrumentos financieros derivados o si no se entrega el subyacente, a menos que dicho incumplimiento se remedie dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha de exigibilidad.
 - ii. Reorganización empresarial:** hay lugar a la terminación anticipada cuando como resultado de la reorganización resultare una disminución de la calificación del riesgo de la absorbente o de la nueva entidad que la lleve a perder el grado de inversión. Si se trata de entidades que no estén calificadas por una entidad calificadoras de riesgo legalmente autorizada las partes fijarán los criterios que sirvan para determinar la terminación anticipada.
 - iii. Cambio de control³³⁸:** se genera esta causal cuando el tercero que llegue a ostentar la calidad de matriz o controlante tenga una calificación de riesgo que no sea grado de inversión. Igualmente, en caso de entidades no calificadas las partes deben definir el criterio que servirá para determinar la terminación anticipada.

³³⁸ Para esto se deben tener en cuenta los conceptos de matriz, subordinada y/o controlada contenidos en los artículos 260 y 261 del Código de Comercio, el artículo 28 de la Ley 222 de 1995 y el numeral 2° del Capítulo X de la Circular 100 de 1995 (Circular Básica Contable y Financiera) o demás normas que sean aplicables según el tipo de entidad.

- iv. **Variación en la calificación de la contraparte:** disminución de la calificación de riesgo al menos en dos (2) niveles o “notches” por debajo de la calificación al momento de la negociación de un instrumento financiero derivado. De igual manera, en caso de entidades no calificadas las partes deben definir el criterio que servirá para determinar la terminación anticipada.

Las causales ii), iii) y iv) pueden ser enervadas por mutuo acuerdo, siempre y cuando la parte que ha incurrido en la causal ofrezca garantías adicionales a su contraparte de manera tal que se mitigue el riesgo que genera la baja de calificación. En el Contrato Marco se deben estipular cuáles serán esas garantías adicionales.

Además, los eventos de terminación anticipada producen la extinción del plazo y, en consecuencia, la liquidación de los instrumentos derivados objeto de la terminación, con la respectiva compensación de obligaciones a que haya lugar.

- F. Eventos de incumplimiento: Los contratos deben contener como mínimo los siguientes eventos de incumplimiento:
 - i. **Mora:** sí no se remedia en el término de cinco días hábiles, la mora en el pago de los flujos o en la entrega del subyacente se incurrirá en mora. Las partes pueden pactar un término inferior a los cinco días hábiles.
 - ii. **Incumplimiento en la constitución de garantías:** se presenta sí en un sólo día, se da una «pérdida de valor de las garantías respecto del valor mínimo convenido o, en su defecto, en un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) de su valor inicial y estos valores no sean restablecidos en un término máximo de cuarenta y ocho (48) horas

contadas a partir del Llamado al Margen³³⁹»³⁴⁰.

iii. Falta de capacidad para contratar instrumentos financieros derivados.

El incumplimiento trae como consecuencias la extinción del plazo y la liquidación anticipada de los instrumentos financieros derivados. Las partes pueden pactar la extinción del plazo y la liquidación de todos los instrumentos negociados entre ellos, inclusive los no vencidos. Procederá la compensación de deudas recíprocas si fue pactada en el acuerdo o Contrato Marco.

5.2.4.2 CLÁUSULAS ESPECIALES.

Las partes pueden incluir cláusulas relativas al *recouping* o “neteo”, a la compensación de derivados financieros, o a la posibilidad de compensar o liquidar en una Cámara de Riesgo Central de Contraparte un contrato celebrado en el mercado OTC.

5.2.4.3 CLÁUSULAS ESPECÍFICAS.

- i. Las partes deben establecer que el vendedor de protección no podrá cancelarla unilateralmente o reducir el plazo de vencimiento de la misma. En caso de que las partes establezcan la posibilidad de reducir el plazo de vencimiento del instrumento financiero derivado de crédito, deben establecer de manera expresa las condiciones para que se produzca dicha reducción y los montos del mismo, y
- ii. Las partes deben establecer que el vendedor de protección no podrá incrementar el costo efectivo del instrumento financiero derivado de crédito

³³⁹ “Se entiende como llamado al margen a la notificación a través de la cual, una parte exige a la otra el restablecimiento del valor inicial de la garantía o de su valor mínimo convenido (...) El llamado al margen se deberá llevar a cabo máximo en el día hábil siguiente al día en el que la garantía presenta la pérdida de valor”. Artículo 2.18. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular Externa Número 100, noviembre de 1995.

³⁴⁰ Literal E, numeral 3°, anexo 2. *Ibíd.*

como resultado del deterioro de la calidad crediticia del emisor de la posición primaria objeto de cobertura³⁴¹.

5.2.5 EL CONTRATO MARCO DE ASOBANCARIA.

El modelo de ASOBANCARIA fue creado con la ayuda de diversas entidades financieras y hoy en día es más usado por ellas. Con múltiples variaciones³⁴², este Contrato Marco es considerado como propiedad de ASOBANCARIA y su uso está permitido a quienes libremente deseen acogerlo, siempre y cuando observen las condiciones establecidas para ello en los documentos titulados: "Instrucciones de Uso del Contrato Marco Local Para Instrumentos Financieros Derivados de Asobancaria" y "Memorando de entendimiento sobre el Contrato Marco Local Para Instrumentos Financieros Derivados de Asobancaria"³⁴³.

³⁴¹ *Ibíd.*

³⁴² Fradique-Méndez L., Carlos. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. Op. cit., p. 25.

³⁴³ "El Contrato Marco Local para Instrumentos Financieros Derivados (el "Contrato Marco") solo podrá ser modificado o adicionado a través de los medios expresamente previstos para ello en el Contrato Marco y en el Memorando de Entendimiento, teniendo en cuenta lo siguiente:

"Las partes se comprometen a utilizar el Contrato Marco acompañado de la mención "Contrato Marco para Instrumentos Financieros Derivados" de la ASOBANCARIA únicamente cuando su reproducción y su utilización se realice de acuerdo con el presente Memorando de Entendimiento y en especial, con las instrucciones contenidas en este Anexo.

"El texto del Contrato Marco, es decir las Cláusulas 1 a 15 de éste, y los Anexos 6 al 10 del "Contrato Marco no podrán ser modificados. Cualquier modificación o adición que las Partes quieran incluir como resultado de las negociaciones que efectúen deberá ser incorporada de manera expresa a través del Suplemento.

"Las modificaciones o adiciones que se efectúen en relación con los Anexos 6 a 10 del Contrato Marco podrán realizarse (i) indicando en el mismo Suplemento el contenido que será objeto de modificación o adición y/o (ii) expresando en el Suplemento que las Partes han decidido reemplazar uno o varios de dichos Anexos en su totalidad.

"El Suplemento deberá ser diligenciado en todas sus partes. Las Cláusulas del Suplemento que no sean usadas o alteradas en la medida en que las Partes decidan no modificar o adicionar el texto del Contrato Marco, no se eliminarán y se desistirá de las modificaciones o adiciones manifestando su no aplicación en el Suplemento.

"Los Anexos 1, 2, 3, 4, 5 y 11 y las Confirmaciones son documentos sugeridos que podrán ser modificados y/o reemplazados en su totalidad según el acuerdo de las Partes". Fuente Asobancaria, véase, en línea: <http://www.asobancaria.com/portal/page/portal/Asobancaria/publicaciones/juridico_legal/contrato_marco_derivados/> [Consultado, 8 de Enero de 2012]

En términos generales el Contrato Marco de ASOBANCARIA sigue los lineamientos de los ISDA MASTER AGREEMENTS. En efecto, está dividido en 15 cláusulas que comprenden los siguientes aspectos³⁴⁴:

5.2.5.1 CRITERIOS DE INTERPRETACIÓN.

Al igual que en los ISDA, en este Contrato Marco se establecen como criterios de interpretación: el de la integridad del contrato (sus anexos y sus confirmaciones como un todo); el primado de los pactos específicos sobre las condiciones generales, indicándose particularmente que prima lo estipulado en el suplemento sobre lo establecido en el Contrato Marco y que la Confirmación, por su lado, prima sobre el suplemento y el Contrato Marco.

Se menciona como norma de interpretación entre los términos que puedan resultar confusos aquella que apela al significado establecido en las normas aplicables a las operaciones; incluyendo así la Ley 964 de 2005, el Decreto 2555 de 2010 y el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995).

5.2.5.2 OBJETO.

Naturalmente el objeto del Contrato Marco es fijar, permitiéndose así la redundancia, el marco general al cual se someterán las transacciones celebradas entre las partes.

5.2.5.3 MANIFESTACIONES Y DECLARACIONES DE LAS PARTES.

En esta cláusula se incluyen las manifestaciones de las partes, sean personas naturales o jurídicas, acerca de su capacidad, de su conocimiento de procesos judiciales o administrativos que puedan alterar el acuerdo, la veracidad de la

³⁴⁴ ASOBANCARIA. contrato marco local para instrumentos financieros derivados. s. f. Disponible en línea: <http://www.asobancaria.com/portal/page/portal/Asobancaria/publicaciones/juridico_legal/contrato_marco_derivados/contratomarcolocal.pdf> [Consultado, 8 de Enero de 2012]

información suministrada, el origen de los recursos con que se negocia, y la comprensión de la naturaleza jurídica, características y riesgos de las operaciones que se acuerdan, entre otros aspectos.

Si es una entidad sujeta a la vigilancia de la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA debe declarar, además, de lo ya mencionado: que es una sociedad debidamente constituida y se encuentra autorizada para desarrollar operaciones con derivados financieros, que ha cumplido y observado las normas que para el efecto rigen la materia y, en especial, manifestar haber observado a cabalidad, los deberes de proceder como experto prudente y diligente, actuando en todo momento con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo³⁴⁵.

5.2.5.4 OBLIGACIONES DE LAS PARTES.

Se delinearán una serie de obligaciones generales de las partes, como el cumplimiento de los pagos y entregas, actuar de buena fe, cumplir las leyes, adoptar medidas de control, notificar si se incumple, etc.

Lo anterior, mediante la remisión al contenido de las obligaciones especiales plasmadas en los suplementos y en las Confirmaciones.

5.2.5.5 CUMPLIMIENTO.

De las condiciones contenidas en esta cláusula, se destaca la del numeral 5.2.1 del contrato bajo referencia, donde se plasma que el cumplimiento de las operaciones se realizará en la fecha que para el particular se pacte en la Confirmación y de conformidad con los términos aplicables al tipo de transacción celebrada. Si la fecha no fuere un día hábil se entenderá suscrito el cumplimiento para el día hábil siguiente, a menos que las partes acuerden para el día hábil anterior o el día hábil modificado.

³⁴⁵ *Ibíd.*, p. 9.

En cuanto a la forma de cumplimiento de las obligaciones el contrato indica que las entregas o pagos se harán en la forma y moneda estipuladas puntualmente para cada operación. Si se pacta en moneda distinta al peso (COP) se tomará como índice el del día hábil correspondiente a la fecha de cumplimiento y según la fuente que haya sido pactada.

A menos de ser condicionado lo contrario en el suplemento o en las Confirmaciones, los pagos incluirán todos los importes e intereses que se causen dentro del período correspondiente y hasta la fecha de cumplimiento inicialmente prevista.

De estipularse que la operación será de cumplimiento efectivo o *Delivery*, esto es, con el estricto cumplimiento en la entrega y pago del subyacente, y si una de las partes no es intermediaria del mercado cambiario, o no actúa en dicha condición, se aplicaran las siguientes reglas: la parte que no sea agente del mercado cambiario le entregará a la otra la documentación que acredite la existencia de una operación obligatoriamente canalizable a través del mercado cambiario en la fecha de celebración. Después, por lo menos con dos (2) días hábiles de antelación a la fecha de cumplimiento, la parte que no sea agente del mercado cambiario le entregará a la otra la información completa, necesaria para el cumplimiento de la operación. Si no se entrega la información se entenderá para todos los efectos que la operación será de cumplimiento financiero o *Non Delivery*, esto es, sin la entrega del subyacente. No obstante, si la Operación no pudiera tener cumplimiento financiero conforme a los términos inicialmente celebrados, la parte que actúe en calidad de intermediario del mercado cambiario podrá ajustar de buena fe y de acuerdo con las condiciones prevalentes del mercado los términos del acuerdo con el fin de darle cumplimiento financiero.

5.2.5.6 CONFIRMACIONES.

La existencia de una operación que vincule a las partes se da desde el momento

en que se hayan acordado los términos esenciales de la misma, ya sea verbalmente o por cualquier otro medio verificable³⁴⁶.

Una de ellas, una vez corroborada la operación, expedirá la Confirmación y la enviara a la otra, quien dispondrá de un día hábil para objetarla so pena que se produzca su aceptación tácita. Si una parte objeta la otra dispone de un día para corregir y remitir una nueva Confirmación, la cual puede ser objetada nuevamente. Si se logra un acuerdo la parte que acepta la Confirmación debe enviar dos copias en físico y firmadas de la misma a la otra parte, quien dispone de 10 días para devolver la confirmación debidamente firmada. Si las partes lo acuerdan pueden reemplazar el envío de Confirmaciones en físico por envíos electrónicos.

5.2.5.7 COMPENSACIÓN.

Por ministerio de Ley, cuando las partes se convierten en deudoras recíprocas, las obligaciones existentes entre ellas como consecuencia de las operaciones realizadas dentro del Contrato Marco se extinguirán de acuerdo a los términos de los Artículos 1714 y siguientes del Código Civil, y lo previsto la reglamentación disponible para dicho suceso. Se requiere, además, que las obligaciones sean liquidadas, exigibles y estén pactadas en bienes fungibles, sin que importe la forma de pago o el tipo de moneda convenida. También opera esta compensación en los casos de liquidación anticipada y terminación anticipada.

5.2.5.8 GARANTÍAS.

Las partes pueden acordar garantías otorgadas por ellas mismas o por terceros y sus condiciones se pactarán en los suplementos o en las Confirmaciones. Las garantías podrán ser valores, títulos valores, dinero o productos y bienes

³⁴⁶ “Las Partes autorizan la utilización de cualquier medio idóneo para almacenar información y la grabación en cintas magnetofónicas de las conversaciones telefónicas y cualquier otra información cruzada por cualquier medio entre las Partes para la celebración o en relación con cualquiera de las Operaciones reguladas en este Contrato Marco o en general para la ejecución del Contrato Marco”. Cláusula 15.3. *Ibíd.*, p. 39.

transables, entre otras, con sujeción al régimen de inversiones y a los estatutos de la parte respectiva. Los montos mínimos de tales garantías serán establecidos por los contratantes. Dichas garantías serán computables durante los procesos de terminación y liquidación anticipada.

5.2.5.9 RECOUNING.

Esta cláusula se refiere a los pagos o “neteos” periódicos, en los términos descritos en el ISDA MASTER AGREEMENT. El Contrato Marco de Asobancaria indica que las partes podrán pactar el neteo periódico de algunas o todas las operaciones.

El agente de cálculo, que será por regla general una de las partes, si son establecimientos de crédito, o un tercero que hayan designado, será el encargado de efectuar el cálculo del monto de *recouping* y demás valoraciones que se requieran con ocasión de los eventos donde aquel procede, debiendo presentarse un informe que contenga los criterios que se utilizaron para el cálculo del monto respectivo.

5.2.5.10 EVENTOS DE INCUMPLIMIENTO.

ASOBANCARIA contempló en su Contrato Marco nueve eventos de incumplimiento que se entenderán acaecidos si suceden y no se subsanan de poderlo hacer la parte incumplida. Ellos son: 1) incumplimiento en el pago o entrega, que puede subsanarse dentro de los días hábiles siguientes a la fecha establecida; 2) inexactitud e imprecisión sustancial relacionada con el Contrato Marco, subsanable dentro de los cinco días hábiles siguientes a la notificación de la misma por la otra parte; 3) incumplimiento de cualquier otra obligación derivada del Contrato Marco; 4) incumplimiento de las obligaciones derivadas del *recouping*; 5) incumplimiento de las partes o sus garantes en relación con la

garantía³⁴⁷, que pueden ser subsanados en el término de 5 días hábiles tras la notificación; 6) la admisión o sujeción de la parte respectiva o de su garante a un proceso concursal o de insolvencia, a un proceso de liquidación judicial, a un proceso de toma de posesión ya sea con fines de administración o liquidación mientras dicha causal no riña con la Ley. Sobre este último aspecto es preciso indicar que el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 consagró la posibilidad de llevar a cabo la terminación anticipada y la compensación y liquidación, entre otras, de operaciones con instrumentos financieros derivados y con productos estructurados que se negocien o realicen por fuera de bolsas o sistemas de negociación, cuando cualquiera de las contrapartes incurra en un proceso de insolvencia o de naturaleza concursal, toma de posesión para liquidación o acuerdos globales de reestructuración de deudas. Esta determinación acaba de ser reglamentada en el decreto 1465 del 14 de Diciembre de 2011, en el cual se fijaron criterios para el registro de operaciones con instrumentos financieros derivados y con productos estructurados cuando estos no se compensen y liquiden en sistemas de compensación y liquidación. Ello conmina a decir que la prevención de ASOBANCARIA fue superada y que puede predicarse el incumplimiento si se da uno de los eventos mencionados, sin que se afecte la exigibilidad como sucede en los casos de insolvencia; 7) extinción de la personalidad jurídica o la disolución legal o voluntaria de la parte respectiva; 8) el incumplimiento de la parte afectada del deber de notificar a la parte no afectada sobre la ocurrencia de un evento de terminación dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la fecha en que el evento respectivo haya ocurrido; 9) la ocurrencia de cualquier otro evento de incumplimiento que sea acordado por las partes.

³⁴⁷ Hay cuatro razones contempladas en la cláusula en comento: 1) La no constitución de la garantía; 2) el incumplimiento respecto de un llamado al margen cuando se presente una pérdida del valor de la garantía en un porcentaje de por lo menos el 5% en un mismo día, respecto del monto mínimo convenido de la garantía, y en caso de que éste no se haya pactado en el suplemento o en la confirmación de la operación respectiva, respecto del valor inicial de la garantía; 3) La extinción de la garantía, por cualquier causa, con anterioridad a la fecha de cumplimiento o a la extinción de las obligaciones, sin el consentimiento previo y por escrito de la parte beneficiaria de la garantía; cualquier reclamación judicial o extrajudicial en relación con la validez de la garantía por la parte incumplida, por el propio garante o por un tercero.

Las consecuencias inmediatas del incumplimiento son: la parte afectada debe notificar a la incumplida que se aplicará el procedimiento de liquidación de todas las operaciones pactadas, con la finalidad de evitar el riesgo del *Cherry Picking*; se extingue anticipadamente el plazo de cumplimiento de las demás obligaciones y se realiza la liquidación teniendo como fecha base para los cálculos la del incumplimiento. Estas consecuencias no riñen con las solicitudes de indemnizaciones por los perjuicios que puedan causarse.

5.2.5.11 EVENTOS DE TERMINACIÓN.

El Contrato Marco de ASOBANCARIA contiene 9 causales de terminación anticipada: 1) celebración por escrito de un acuerdo de terminación anticipada; 2) muerte o la interdicción judicial; 3) fuerza mayor o caso fortuito cuya duración supere los 8 días; 4) disminución de la calificación crediticia de la parte afectada por cambio de control, fusión, escisión, transformación, cesión de activos y/o pasivos, o en virtud de cualquier reorganización; 5) disminución de la calificación crediticia de la parte afectada dos niveles por debajo de la calificación al momento de la celebración de una operación. Si la parte no es objeto de calificación se configuraría la causal según lo convengan las partes en el suplemento; 6) admisión a cualquier trámite concursal, de insolvencia o el decreto de liquidación obligatoria respecto del emisor de los valores que sirvan de subyacente; 7) cuando resulte prohibido o ilegal para cualquiera de las partes o sus garantes, efectuar o recibir los pagos o entregas debidos conforme a dicha operación o garantía o cumplir cualquier otra obligación derivada de la operación o de la garantía, por cambios en las disposiciones aplicables; 8) cuando se incremente sustancialmente la carga fiscal de cualquiera de las partes o de sus garantes por nuevas disposiciones legales o reglamentarias de carácter tributario; 9) otro evento de terminación pactado por las partes y acordado en el suplemento.

La consecuencia derivada de la configuración de estos eventos es la aplicación de un procedimiento denominado de *terminación anticipada*, contemplado en la

cláusula 11.4 del Contrato Marco. Las causales 2, 3, 4 y 5 dan lugar a la terminación anticipada de todas las operaciones, salvo pacto en contrario, las demás causales dan lugar a la terminación de las operaciones afectadas únicamente.

5.2.5.12 CLAUSULA COMPROMISORIA.

Toda diferencia relativa al Contrato Marco se dirimirá por un tribunal de arbitramento sujeto al reglamento del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá; integrado por tres (3) árbitros designados por las partes de común acuerdo. En caso de que no fuere posible, los árbitros serán designados por el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá y se decidirá en derecho aplicando la legislación nacional. Se fija también la competencia para conocer de los procesos ejecutivos queda en cabeza de los jueces de la República.

Las Cláusulas 13, 14 y 15 señalan los aspectos metodológicos relativos a notificaciones, las definiciones importantes y algunos aspectos varios, entre los cuales vale destacar: que la cesión de derechos y obligaciones debe hacerse con autorización escrita de la contraparte; que los documentos emanados del Contrato Marco prestan mérito ejecutivo; que la vigencia del Contrato Marco es indefinida, aunque cualquiera de las partes podrá darlo por terminado en cualquier tiempo mediante comunicación escrita dada a la otra con un mes de anticipación, mientras no haya operaciones vigentes para la fecha de terminación y , finalmente, que las Leyes de la República de Colombia son los preceptos a aplicar.

5.2.6 REQUISITOS EXIGIDOS A LAS ENTIDADES VIGILADAS PARA NEGOCIAR.

La superintendencia FINANCIERA DE COLOMBIA actualmente precisa una serie de exigencias que deben ser satisfechas por las entidades sometidas a su vigilancia, para que de ser el caso puedan realizar operaciones con derivados financieros.

El artículo 3° del Capítulo XVIII de la Circular Básica Financiera y Contable decreta que además de las exigencias contenidas en el capítulo XXI de la misma, el cual contiene las reglas *relativas al sistema de administración de riesgo de mercado*³⁴⁸, deben cumplirse los siguientes requisitos:

- A.** Las operaciones realizadas en el mercado OTC deben estar respaldadas por un Contrato Marco, el cual debe cumplir lo dispuesto en el anexo dos del capítulo XVIII, tal como ya se especificó.
- B.** Se debe implementar un programa de capacitación y actualización dirigido a los operadores, al personal de apoyo, a las áreas de seguimiento de riesgos y en general a todo el personal involucrado en la administración y control de los instrumentos financieros derivados.
- C.** Deben contar con sistemas de información y herramientas tecnológicas para procesar los instrumentos financieros derivados, con su respectiva y adecuada valoración diaria. Además, deben estar en capacidad de realizar controles de riesgos en cualquier momento, mediante la observancia de límites, con prontitud y eficacia, lo cual será verificado por la SUPERINTENDENCIA FINANCIERA.
- D.** Establecer procedimientos que aseguren oportunamente que todos los instrumentos financieros derivados y los productos estructurados que negocien se encuentren autorizados, que estén plasmados en contratos escritos, documentados, confirmados y registrados.

Deben investigarse inmediatamente al interior de la entidad vigilada, por el comité de riesgos o quien haga sus veces, las operaciones no confirmadas, a

³⁴⁸ El capítulo aludido ordena la creación del Sistema de Administración de Riesgo del Mercado, SARM, que ayudara a conservar la estabilidad y viabilidad de las entidades vigiladas.

más tardar dentro de los dos (2) días hábiles inmediatamente siguientes al día de la celebración de la operación, así como aquéllas no informadas por los operadores en ese mismo plazo, se deben registrar una vez aclaradas y generar acciones correctivas. Es obligación de las entidades realizar acciones para evitar la reincidencia de este tipo de irregularidades, incluso la no celebración de nuevas operaciones con instrumentos financieros derivados con una determinada contraparte, cuando ésta no haya confirmado debida y oportunamente alguna operación de forma previa.

- E.** Los sistemas de procesamiento de datos, de administración de riesgos y de valoración deben tener un adecuado respaldo y control, junto con un plan de contingencia, que incluya la posibilidad de recuperar la información, particularmente en situaciones imprevistas.
- F.** Las entidades vigiladas deben tener y poner en práctica un manual de instrumentos financieros derivados.
- G.** Las políticas y procedimientos relacionados con los productos estructurados que negocie la entidad deben estar consignados en el manual de inversiones de la misma.
- H.** Todos los instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se negocien en el mercado mostrador deben registrarse.
- I.** Sí la entidad vigilada puede ofrecer instrumentos financieros derivados de crédito o sobre *commodities* y dicha actividad es una de sus líneas de negocio, según su régimen legal, debe cumplir adicionalmente las siguientes pautas:
 - i.** Tener una mesa especializada en la negociación de instrumentos financieros

derivados, la cual debe contar, al igual que el área de *'middle'* y *'back office'*, con personal experto en esos instrumentos, incluido el funcionario responsable de la mesa, y con la infraestructura y el software necesarios para su adecuado funcionamiento.

- ii. Tener políticas de gobierno corporativo específicas para el negocio de instrumentos financieros derivados³⁴⁹.
- J.** Si las partes acuerdan llevar la operación celebrada a una cámara de Riesgo Central de Contraparte para su compensación y liquidación, el Contrato Marco dejará de regir y en su lugar se aplicara el reglamento de la cámara.

El área de auditoría o control interno de cada entidad vigilada es responsable de verificar y monitorear el cumplimiento de todos los requisitos señalados.

³⁴⁹ Literal I, artículo 3°. COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular Externa Número 100, noviembre de 1995. Op. cit.

CONCLUSIONES

Resulta exigente para la estabilidad económica del país que se implementen estrategias normativas que permitan la expansión y el acceso a este tipo de herramientas para la gestión de riesgos. Porque si bien no se elimina el riesgo, se redistribuye, convirtiéndose así en una estrategia óptima para administrarlo. Tal potencial debe ser explorado, pues podrían reducirse además la carga de subsidios y erogaciones que el Estado a menudo asume cuando los grandes agentes económicos se ven fracturados por la volatilidad misma del mercado. Incluso, la redistribución adecuada, entre los miembros del mercado, puede generar así una dinámica que coadyuve a armonizar el sistema económico en general.

Naturalmente, la cobertura no es la única función económica por la que se transa con derivados. Con ellos, como se vio, también se puede especular o arbitrar. Ambas actividades, aunque a menudo sean calificadas como perjudiciales para el sistema, permiten limar sus asperezas. De ahí, que este trío de fenómenos sean mecánicamente positivos, para las relaciones que se producen en el sector real y, en general, para toda la economía.

Ahora bien, esta descripción acerca de las bondades no significa que los derivados sean una panacea o fórmula mágica frente a los riesgos, toda vez que cada instrumento implica sus propias contingencias. En virtud de lo cual, una aplicación defectuosa o ingenua de los productos puede dar al traste con las expectativas generadas, provocando en contrapartida pérdidas: a guisa de ejemplo, en España, con la entrada en vigencia del *Real Decreto Ley 2/200*, se autorizó al público la celebración en masa de *swaps*, en la modalidad de tipos de interés, para equilibrar el valor de las tasas de interés variable adeudadas o a deber, a raíz de un crédito hipotecario (generalizándose una figura a la que por

tradición acudían exclusivamente ciertas empresas). Empero, con el desencadenamiento de una serie de fenómenos que finalmente concretaron un colapso en el sistema económico, el efecto de avalancha trajo consigo un sinnúmero de demandas en contra de los establecimientos de crédito. El acceso desmedido a la jurisdicción, al final, obedeció a imprecisiones mínimas, la carencia de prácticas adecuadas y la sombra del riesgo comercial cuando prima la información asimétrica.

Con los *swaps* se configuraba una barrera al darse un tipo de interés fijo, por encima del cual aunque el índice de referencia subiera el interesado quedaba cubierto, soportando el Banco en este caso el riesgo. Sin embargo, si bien los involucrados pretendían evitar que el negocio se viese afectado con las fluctuaciones que experimentan en el mercado las tasas de interés, no prestaron suficiente atención a los posibles riesgos que, por su parte, eventualmente se llegarían a desprender del derivado en sí mismo. Los usuarios del sistema nunca imaginaron un escenario donde se iban a la baja los tipos de interés, lo cual suponía un evidente peligro, pues en éste evento era el cliente y no el Banco el que debía afrontar las desventajas, entre ellas, el pago de sumas escandalosamente altas ante fórmulas liquidatorias complejas e increíblemente aleatorias.

Así pues, la tarea en tanto del mercado de derivados es doble: por un lado es necesario fomentarlo para explotar su potencial; pero también es menester formular unas pautas que generen claridad frente al riesgo asociado a las celebraciones adelantadas. En efecto, una conclusión generalizada que puede extraerse de este estudio consiste en que si bien en nuestro país se cuenta con múltiples textos legales que procuran regular estos productos, ellos están plagados de términos técnicos que convierten la norma en un bloque impenetrable para el no iniciado en estas materias (inclusive para el ciertamente enterado), conminando por tanto al error y otro sin número de consecuencias.

La falta de claridad incide directamente sobre la doble tarea adelantada: de un lado, es evidente que la ausencia de información clara y precisa cierra las puertas a la celebración de contratos en condiciones de incertidumbre controladas, propiciando este escenario el elevado costo en las transacciones o la abstención mercantil definitiva. De otra parte, si se intenta negociar es evidente que se asumen riesgos más o menos desconocidos que pueden desembocar en pérdidas innecesarias.

Esta observación, tampoco implica que la labor normativa sobre la materia en nuestro país sea nula. En el mercado sobre el mostrador es indiscutible que la adaptación local de los Contratos Marco de la ISDA permite contextualizar y hacer inteligible el entorno jurídico de la transacción. e. g., la inclusión de la cláusula compromisoria y con ella la fijación de la Ley que rige el acuerdo imprimen claridad inmediata acerca del método y las reglas aplicables en caso de surgir algún problema; las cláusulas sobre *recouponing* y compensación ayudan a eliminar el riesgo legal ante el modo en que se ejecutan las transacciones, sin el desaparecimiento concomitante del vínculo y del contrato que les sirve de fundamento. Este tipo de adaptaciones resultan altamente loables, pues generan claridad y por ende fomentan e incentivan el mercado. Además, los contratos Marco Locales, en términos generales, conservan el espíritu liberal de los ISDA MASTER AGREEMENTS, entregándoseles con ello a las partes la libertad suficiente para configurar las negociaciones de acuerdo con sus intereses en particular.

Ya en materia de contratos estandarizados el mercado es apenas escaso, solo se ofertan ocho tipos en Colombia, lo que despierta de inmediato la necesidad de pensar en las causas de tan escasa participación.

Corolario paradójico de lo investigado fue avizorar que el mercado organizado es altamente regulado. En efecto, para que un contrato sea transado en el mercado

es preciso que haya sido recomendado por el Comité Técnico del Mercado de Derivados, luego autorizado por la Bolsa y ofertados en el mercado a través el programa de Creadores del Mercado, de forma tal que lo único negociable es su precio. En estos contratos la autonomía se reduce al simple querer de adherirse o no al acuerdo. Esto sin contar que el negocio es ciego, pues no se conoce el ofertante del instrumento. Pero la contingencia de contratar de esta forma se salva por liquidarse o compensarse el contrato en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte. Quien mediante el fenómeno de la novación se convierte en contraparte de los sujetos que inicialmente participaron en el acuerdo. Obligándose en el proceso, garantizando con su patrimonio el debido cumplimiento de las prestaciones.

Todos estos parámetros demuestran porqué en principio tranzar en bolsa no es atractivo, toda vez que los contratos no se acomodan a las necesidades propias del interesado, si no a los requerimientos de todo el sistema.

En conclusión, un desarrollo adecuado de dicho mercado será posible en la medida en que se abran más los espacios hacia la desregulación del sector, es decir, hacia la facultad de los propios miembros que lo conforman de definir ciertas reglas, pues la labor legal y reglamentaria en estricto sentido se queda con frecuencia corta, al ser superada por la realidad social. Sumado a un mecanismo adicional, que permita la adecuada comprensión y con ello el acceso a tales materias para así salvar los puntos negativos que normalmente se esbozan en contra de negociar con derivados financieros en Colombia.

BIBLIOGRAFÍA

ARBELÁEZ ZAPATA, Juan Camilo y MAYA OCHOA, Cecilia. Valoración de Credit Default Swaps (CDS): Una aproximación con el método Monte Carlo. En: Cuadernos de Administración Pontificia Universidad Javeriana. Julio, 2008, vol. 21, no. 36, p. 87–111.

ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. Contratos Mercantiles (Tomo II). Contratos Atípicos. 2 ed., Medellín: Biblioteca Jurídica DIKÉ, 1998, 314 p. ISBN 958–9276–26–1.

ASOBANCARIA. Sobre el desarrollo de derivados OTC en Colombia. En: Semana Económica Asobancaria. Octubre, 2008, no. 674, 6 p.

_____. Los derivados de crédito: Una excelente herramienta para la mitigación del riesgo. En: La Semana Económica Asobancaria. Febrero, 2006, no. 542, 4 p. ISBN 0122–6657.

_____. Contrato Marco Local para Instrumentos Financieros Derivados. s. f.

ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (ANIF). Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio. s.l.: ANIF, 2008, 29 p.

BAEZA SOTO, Laura Ingrid, GUZMÁN VALERO, Ingrid y NAVARRO ARAYA, Maribel. Estrategias de Inversión en el Mercado de CD's. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2006, 93 p.

BONÀS PIELLA, Arianna, *et al.* Riesgo de crédito amenaza u oportunidad. Análisis e

implementación de los *credit default swaps*. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2007, 93 p.

CASCANTE, Katty. La volatilidad de los precios de las materias primas agrícolas: de la economía especulativa al derecho a la alimentación. En: CAMPAÑA “DERECHO A LA ALIMENTACIÓN. URGENTE”. Especulación financiera y crisis alimentaria. s.l.: PROSALUS (coord. ed.), 2011, p. 34–109.

CASTAÑO ROBLEDO, Jorge. Contratos de opciones y futuros. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Diciembre, 1995, no. 17, p. 213–236.

CASTELLANOS, Daniel. Nuevas tendencias en administración de riesgos y algunas consideraciones locales. En: Semana Económica Asobancaria. Noviembre, 2011, no. 829, 16 p.

_____, LIZARAZO, Ana Milena y CASTRO, Andrés Camilo. El mercado monetario en Colombia. En: Semana Económica Asobancaria. Noviembre, 2011, no. 827, 10 p.

_____, *et al.* Mitigantes de riesgo de crédito en derivados. En: Semana Económica Asobancaria. Junio, 2010, no. 756, 14 p.

CASTELO MONTERO, Miguel. Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español. A Coruña: Netbiblos, S.L., 2003, 238 p. ISBN 84–9745–053–1.

COLOMBIA. ASAMBLEA NACIONAL CONSTITUYENTE. CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA. Gaceta Constitucional. Bogotá D.C., 1991. no. 116.

COLOMBIA. BANCO DE LA REPÚBLICA. Circular Reglamentaria Externa DODM–144,

19 de septiembre de 2008, 04 de marzo y 28 de diciembre de 2010 y 19 de enero de 2011. Asunto 6: Operaciones de derivados.

COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Circular única del mercado de derivados de la bolsa de valores de Colombia S.A., versión actualizada hasta el 2 de enero de 2012. Boletín normativo derivados no. 019 del 21 de diciembre de 2011.

_____. Evolución y retos para el desarrollo del mercado de derivados en Colombia. Septiembre, 2011.

_____. Reglamento general de la Bolsa de Valores de Colombia S.A., versión actualizada hasta el 2 de enero de 2012. Boletín normativo no. 069.

_____. Reglamento general del mercado de derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A., versión actualizada hasta el 18 de mayo de 2010. Boletín normativo derivados no. 011 del 14 de mayo de 2010.

_____. Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro –MEC– Mercado Electrónico Colombiano, versión actualizada hasta el 2 de diciembre de 2011. Boletín normativo 049 del 1 de diciembre de 2011.

COLOMBIA. CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA. Estatutos Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. – CRCC S.A., correspondientes a la reforma estatutaria aprobada por la Asamblea General de Accionistas de la CRCC S.A. en reunión extraordinaria, la cual fue llevada a cabo el 20 de enero de 2011; dicha reforma fue protocolizada mediante Escritura Pública No. 130 del 11 de febrero de 2011, otorgada en la Notaría Setenta y Una del Círculo de Bogotá, la cual se encuentra inscrita en el Registro Mercantil.

_____. Reglamento de funcionamiento Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. – CRCC S.A., versión actualizada al 20 de mayo de 2011. Boletín normativo no. 009 del 19 de mayo de 2011.

COLOMBIA. CÓDIGO CIVIL.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 51 (21, noviembre, 1918). Sobre establecimientos o sociedades de crédito. Bogotá D.C., 1918.

_____. Ley 599 (24, julio, 2000). Por la cual se expide el Código Penal. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2000. no. 44.097.

_____. Ley 964 (8, julio, 2005). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2005. no. 45.963.

_____. Ley 1328 (15, julio, 2009). Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2009. no. 47.411.

COLOMBIA. CORTE CONSTITUCIONAL. Sala Quinta de Revisión. Sentencia T-152/2006. 27 de febrero de 2006. Magistrado Ponente: DR. RODRIGO ESCOBAR GIL.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 410. (27, marzo, 1971). Por el cual se expide el Código de Comercio. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1971. no. 33.339.

_____. Decreto 663. (02, abril, 1993). Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1993. no. 40.820.

_____. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2010. no. 47.771.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular Externa Número 100, noviembre de 1995. Circular Básica Contable y Financiera. Capítulo XVIII – Instrumentos financieros derivados y productos estructurados.

_____. Concepto no. 22009074985–004. 26 de noviembre de 2009.

_____. Concepto no. 2010015122–001. 16 de abril de 2010.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución Número 1200, diciembre de 1995. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores.

COLORADO LEGARDA, Giovanni Humberto, FORONDA LÓPEZ, Sandra Lorena y RODRÍGUEZ BUILES, Juan Carlos. Como disminuir el riesgo de pérdida de inversión en el mercado de futuros denominados *swap* (una aproximación teórica). Trabajo de grado Especialista en Finanzas y Mercado de Capitales. Medellín: Universidad de Medellín, 2007, 116 p.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA. Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Basilea (Suiza): Banco de Pagos Internacionales, 2004, 228 p. ISBN 92–9197–555–9.

CRESPO ESPERT, José Luis. Utilización práctica de las opciones Compuestas y «Rainbow». En: Boletín Económico de ICE. Noviembre–Diciembre, 2001, no. 2710, p. I–XII.

CUELLAR, María Mercedes. Discurso de instalación del Octavo Congreso de Riesgos Financieros. En: Congreso de Riesgos Financieros (8: 19–20, Noviembre, 2009: Cartagena de Indias). s.p., 10 p.

DECOVNY, Sherree. SWAPS. Traducido por Alfredo Díaz Mata. México D.F.: Editorial Limusa, S.A. de C.V., 1996, 199 p. ISBN 968–18–5017–3.

DÍAZ TAGLE, Sebastián, GALLEGO CHECA, Alicia y PALLICERA SALA, Neus. Riesgo País en Mercados Emergentes. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2007–2008, 42 p.

DROESSLER, Claudia y QUINTANA, Sagar. Productos Estructurados: Factores a tener en cuenta en el proceso de creación y lanzamiento de un Producto Estructurado y creación de un contrato *Multitrigger Worst Of*. Trabajo de Grado Máster en Mercados Financieros. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra–IDEC, 2007, 153 p.

ESPAÑA. JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA NÚMERO 1 DE MÓSTOLES. SJPI 28/2011. 18 de julio de 2011. Ponente: RAMON BADIOLA DIEZ. Id Cendoj: 28092420012011100001.

ESPAÑA. JUZGADO DE LO MERCANTIL NÚMERO 1 DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA. SJM 71/2011. 09 de mayo de 2011. Ponente: JESUS MIGUEL ALEMANY EGUIDAZU. Id Cendoj: 35016470012011100005.

ESPAÑA. JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA NÚMERO 11 DE SEVILLA. SJPI 32/2011. 20

de julio de 2011. Ponente: FRANCISCO BERJANO ARENADO. Id Cendoj: 41091420112011100002.

FABOZZI, Frank J., MANN, Steven V. y PITTS, MARK. Introduction to Interest–Rate Futures and Options Contracts. En: The Handbook of Fixed Income Securities. FABOZZI, Frank J. y MANN, Steven V. (eds.). 7. ed., eBook: McGraw–Hill, 2005, p. 1163–1185.

FRADIQUE–MÉNDEZ L., Carlos. Guía colombiana del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2008, 250 p.

_____. Guía del mercado de valores. s.l.: Colombia Capital, 2011, 307 p.

_____. Aspectos legales de los contratos marco para derivados. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Mayo, 2008, no. 39, p. 1–30.

GARCÍA MACHADO, Juan José, *et al.* Opciones «exóticas». En: Boletín Económico de ICE. Noviembre–Diciembre, 2000, no. 2673, p. I–VIII.

GONZÁLEZ BAHAMÓN, José Leonardo. La responsabilidad en la venta de derivados financieros. En: Revista de Estudios Socio Jurídicos Universidad del Rosario. Julio–Diciembre, 2007, vol. 9, no. 2, p. 142–178. ISSN 0124–0579.

GÓMEZ P., Javier Guillermo. Dinero, banca y mercados financieros. Los países emergentes en la economía global. México D.F: Alfaomega grupo editor, S.A. de C.V., 2010, 359 p. ISBN 978–958–682–773–7.

GÓMEZ, Esteban, VÁSQUEZ, Diego y ZEA, Camilo. Impacto del Mercado de Derivados en la Política Monetaria Colombiana. En: Borradores de Economía Banco de la República de Colombia. Mayo, 2005, no. 334, 28 p.

- GÓMEZ SOTO, Jorge Alberto. Derivados de Crédito: Comentarios sobre su Viabilidad y Propuestas para su Desarrollo Legal en Colombia. Trabajo de Grado Abogado. Bogotá D.C.: Universidad de los Andes. Facultad de Derecho, 2007. 124 p.
- GONZÁLEZ, Sara y MASCAREÑAS, Juan. La globalización de los mercados financieros. En: Noticias de la Unión Europea Universidad Complutense de Madrid. Mayo, 1999, no. 172, p. 25–38. ISSN 1133–8660.
- GRAY, Simon y PLACE, Joanna. Derivados financieros. En: Ensayos Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Octubre, 2003, no. 69, 51 p.
- HULL, John C. Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Traducido por Vicente Morales López del Castillo. 4 ed. Madrid: Pearson Educación S.A., 2002, 576 p. ISBN 84–205–3386–6.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. Norma Internacional de Contabilidad no. 32 (NIC 32). Norma revisada, s.l.: INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, 2006. 22 p.
- INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. ISDA MASTER AGREEMENT, 1992.
- LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper y PÉREZ SOMALO, Miguel. Opciones financieras y productos estructurados. 2 ed., Madrid: McGraw–Hill, 2003, 497 p. ISBN 84–481–3926–7.
- LARROTA ACEVEDO, Jeison. Las operaciones bursátiles en la normatividad colombiana: El problema de la traducción jurídica. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Mayo, 2008, no. 39, p. 1–29.

LEVINE, Ross. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. En: Journal of Economic Literature, Junio, 1997, vol. 35, no. 2, p. 688–726.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y ROJO SUÁREZ, Javier. Los mercados de valores. Organización y funcionamiento. Madrid: Ediciones Pirámide, 2008, 430 p. (Colección “Empresa y Gestión”). ISBN 978–84–368–1841–3.

MADURA, Jeff. Mercados e instituciones financieras. 5 ed., México D.F.: Thomson Learning, 2001, 697 p. ISBN 970–686–132–7.

MANTILLA B., Samuel Alberto. Control Interno de los nuevos instrumentos financieros. Una herramienta de información para considerar el Coso Internal Control–Integrated Framework en Aplicaciones de derivados. Bogotá D.C.: Ecoe Ediciones, 1998, 140 p. ISBN 958–648–163–8.

MARSHALL, John F. y KAPNER, Kenneth R. Cómo entender los swaps. Traducido por Ing. Ernesto Uranga Flores. 1 reimposición. México D.F.: Compañía editorial continental, S.A. de C.V., 1997, 289 p. ISBN 968–26–1291–8.

MELO PARRA, Juan Daniel. Acerca de la necesidad de restringir la circulación de los títulos–valores al portador. En: Revista Jurídicas Centro de Investigaciones Sociojurídicas de la Universidad de Caldas. Enero–Junio, 2006, vol. 3, no. 1, p. 59–70.

MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. En: Revista de Derecho Privado Universidad de los Andes, Diciembre, 2005, no. 35, p. 115–202.

_____. Régimen de la Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia. Trabajo de grado Abogado. Bogotá D.C.: Universidad de los Andes. Facultad de

Derecho, 2004, 226 p.

NARVÁEZ, Lizardo, LAVELL, Allan y PÉREZ ORTEGA, Gustavo. La gestión del riesgo de desastres: un enfoque basado en procesos. Lima: Secretaría General de la Comunidad Andina, 2009, 102 p. ISBN 978-9972-787-88-1.

RAMÍREZ CELADA, Alberto. Productos derivados –Mercado de futuros y opciones–. En: Revista Mexicana de Agronegocios Sociedad Mexicana de Administración Agropecuaria A.C., La Universidad Autónoma de la Laguna, La Universidad Autónoma Agraria “Antonio Narro”, Unidad Laguna, Enero–Junio, año 5, vol. 8, p. 181–190.

RASCÓN ORTEGA, Pedro José. Manual práctico de opciones financieras. Una forma equilibrada de invertir en Bolsa. eBook: Libros En Red, 2007, 180 p.

RETANA ROMERO, Paola y TRISTÁN RODRÍGUEZ, Juan Carlos. Derivados Financieros. El Contrato Marco de la *International Swaps And Derivatives Association* a la Luz del Derecho Costarricense. Trabajo de Grado Licenciatura en Derecho. San Pedro de Montes de Oca: Universidad de Costa Rica, 2010, 235 p.

RODRÍGUEZ, Ángel. El mercado de capitales como alternativa de inversión. En: Visión Gerencial Revista del Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial (CIDE), Marzo, 2007, año 6, no. especial, p. 105–116.

ROZO, Iván Eduardo, GALLEGO, Laura María y CONTRERAS, Lina María. Análisis comparado de contratos marco para operaciones con derivados. En: Análisis Revista del Mercado de valores. Diciembre, 2010, no. 1, p. 217–236. ISSN 2215–9150.

SALAZAR, Germán. Mercado de derivados. En: Carta financiera ANIF. Enero–

Marzo, 2008, no. 141, p. 22–28.

SARMIENTO LOTERO, Rafael y VÉLEZ MOLANO, Rodrigo. Teoría del riesgo en mercados financieros: Una visión teórica. En: Cuadernos Latinoamericanos de Administración, Enero–Junio, 2007, vol. 2, no. 4, p. 25–49.

SATIVA AVENDAÑO, Arley. El Acuerdo Basilea II: el riesgo operativo y su adecuación normativa en el sistema financiero colombiano. En: ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto, *et al.* Regulación financiera y bursátil y derechos del consumidor. Medellín: Biblioteca Jurídica DIKÉ; Colegio de Abogados de Medellín; Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia; Universidad Externado de Colombia, 2007, p. 135–150.

SMITHSON, Charles W. Managing Financial Risk: A Guide to Derivative Products, Financial Engineering, and Value Maximization. 3 ed., New York: McGraw–Hill, 1998, 667 p. ISBN 0–07–0593354–X.

TÉLLEZ, Cecilia, DE LA TORRE, Antonio y TRUJILLO, Antonio. Desarrollo histórico y perspectivas futuras de los mercados financieros derivados OTC. En: Documentos de Trabajo, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica Del Perú. Octubre, 1998, no. 151, 20 p.

TRIANA, Pablo. Productos financieros derivados de crédito: un nuevo y útil instrumento para grandes empresas industriales. En: Revista de Empresa: La fuente de ideas del ejecutivo. Octubre–Diciembre, 2005, no. 14, p. 42–58.

UNIÓN INTERPARLAMENTARIA (UIP) y ESTRATEGIA INTERNACIONAL DE LAS NACIONES UNIDAS PARA LA REDUCCIÓN DE DESASTRES (UNISDR). Reducción del Riesgo de Desastres: Un Instrumento para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Kit de Cabildeo para Parlamentarios. Traducido por Sandra Rodríguez

Egger. Ginebra (Suiza): Publicado por la UIP y la UNISDR, 2010, 51 p. ISBN 978-92-9142-461-0.

USTÁRIZ GONZÁLEZ, Luis Humberto. Principales recomendaciones del comité de Basilea en supervisión bancaria. En: ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto, *et al.* Regulación financiera y bursátil y derechos del consumidor. Medellín: Biblioteca Jurídica DIKÉ; Colegio de Abogados de Medellín; Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia; Universidad Externado de Colombia, 2007, p. 13-26.

PÁGINAS DE INTERNET.

- <http://anif.co>
- <http://www.amvcolombia.org.co>
- <http://www.asobancaria.com>
- <http://www.banrep.gov.co>
- <http://www.bde.es>
- <http://biblioteca.hegoa.ehu.es>
- <http://biblioteca.uniandes.edu.co>
- <http://www.binaryoptionstradingguide.es>
- <http://www.bvc.com.co>
- <http://www.camaraderiesgo.com>
- <http://www.comunidadandina.org>
- <http://www.corteconstitucional.gov.co>
- <http://cuadernosadministracion.javeriana.edu.co>

- <http://derechoprivado.uniandes.edu.co>
- <http://www.dmsjuridica.com>
- <http://www.cboe.com>
- <http://es.wikipedia.org>
- <http://www.estrategia-binarias.com>
- <http://www.gacetafinanciera.com>
- <http://www.iadb.org/es>
- <http://www.idec.upf.edu>
- <http://www.ifrs.org>
- <http://www.ijj.ucr.ac.cr>
- <http://www.isda.org>
- <http://juridicas.ucaldas.edu.co>
- <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es>
- <http://operacionesbinarias.com>
- <http://www.poderjudicial.es>
- <http://www.pucp.edu.pe>
- <http://www.rae.es>
- <http://www.revistasice.com>
- <http://www.unisdr.org>
- <http://redalyc.uaemex.mx>
- <http://revistas.urosario.edu.co>
- <http://www.saber.ula.ve/visiongerencial/>
- <http://www.secretariasenado.gov.co>
- <http://www.secmca.org>

- <http://www.superfinanciera.gov.co>
- <http://www.tecnicasdetrading.com>
- <http://www.udem.edu.co>
- <http://www.universia.net.co>