

# MISION DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES

MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO  
FEDESARROLLO

## INSTRUMENTOS DE COBERTURA EXISTENTES EN COLOMBIA

Luis Gabriel Jaramillo

Santafé de Bogotá D.C., Diciembre de 1995

## *Instrumentos de Cobertura Existentes en Colombia*

Luis Gabriel Jaramillo

### **Introducción**

En el medio colombiano es posible cubrirse contra ciertos riesgos mediante el uso de un número reducido de instrumentos diseñados específicamente con este fin. Los carruseles, las operaciones a plazo, los forwards de tasa de cambio y los swaps de títulos valores componen esta corta lista, inexistente hace tan sólo una década. Su surgimiento y evolución han sido diversos, pero tienen en común una participación marginal en las transacciones del sector financiero como un todo; además, adolecen de una serie de problemas que les ha impedido desarrollarse de una forma más dinámica. Por otra parte, el crecimiento y profundización del mercado de capitales colombiano ha generado un debate en torno a la oportunidad de crear mercados de cobertura más sofisticados y de mayor envergadura que la de los ya existentes.

Este trabajo analiza el surgimiento, desarrollo y perspectivas de los instrumentos disponibles en la actualidad para hacer cobertura de riesgo, y aporta algunos elementos sobre las perspectivas de crear mercados de cobertura más sofisticados. El capítulo 1 se concentra en los carruseles, mientras que los capítulos 2, 3 y 4 se ocupan de las operaciones a plazo, los swaps de títulos valores y las operaciones forward, respectivamente. El capítulo 5 analiza otras herramientas de cobertura y se cuestiona acerca del futuro de los derivados en el país.

### **1. Carruseles**

#### *A. Definición*

Un carrusel es una sucesión de operaciones predefinidas con el mismo título como pivote (generalmente la primera de estas operaciones es bursátil). Tiene dos componentes:

- la compra o venta cierta sobre un título, el cual es transferido según su ley de circulación y sobre el cual pesan todos sus derechos y obligaciones
- una obligación de comprar o vender en una fecha futura, justificada en un contrato u oferta, el cual se documenta por separado al título valor

El objetivo buscado por los participantes (comprador y vendedor) al comprometerse a realizar la compra o venta futura de un título es garantizar en el presente un rendimiento satisfactorio y la liquidez del título en el futuro. La pluralidad de operaciones, por otra parte, forma una cadena de plazos o periodos conocidos con la siguiente terminología:

- *Cabeza*: corresponde al primer plazo que se inicia con la operación bursátil y concluye con la primera recompra. Normalmente es un plazo corto, cuya valoración compite con la del interbancario o dinero a la vista, y por lo tanto estructura su rentabilidad en este mismo mercado.
- *Cuerpo*: corresponde a los plazos intermedios de la operación, iniciándose con la primera recompra y concluyendo o bien, con otra recompra intermedia o con la última recompra del carrusel. La duración de cada uno de estos trayectos suele estar entre uno y seis meses, con casos muy excepcionales de hasta un año.
- *Cola*: corresponde al periodo final, el cual se inicia con la última recompra por parte de quien asume el riesgo final y termina con el pago total de la operación por parte del emisor. Frecuentemente el tiempo de la cola corresponde al periodo más largo del Carrusel, y es en

éste donde se presentan los mayores riesgos originados en la exposición a los cambios de la tasa de interés del mercado.

### *B. Riesgos Asociados con los Carruseles*

La participación en un carrusel requiere la consideración de por lo menos tres tipos de riesgos:

- *Riesgo de Solvencia*, definido en la Resolución 200 de la Superintendencia bancaria como “la contingencia de pérdida por el deterioro en la estructura financiera del emisor o garante de un título, que pueda generar disminución en el valor de la inversión o en la capacidad de pago, total o parcial, de los rendimientos o del capital de la inversión”. Es necesario, por lo tanto, que el inversionista califique el título, por su propia cuenta o a través de una calificadora de riesgo. Si bien en las etapas de Cabeza y Cuerpo existe un comprador asegurado, que podría entenderse como un seguro más a la operación, no se puede considerar como factor de análisis para cubrir el Riesgo de Solvencia. Este comprador es tan sólo el factor que cubre el Riesgo de Contraparte, descrito a continuación.
- *Riesgo de Contraparte*: radica la eventualidad de que la obligación de comprar o vender, establecida en un documento anexo, no se cumpla por parte de la contraparte. Por lo tanto, es necesario aproximarse a esta eventualidad mediante el análisis de la solvencia, conocimiento del mercado, honradez y demás virtudes de la contraparte<sup>1</sup>. Es importante aclarar que los comisionistas de bolsa no garantizan estas operaciones y su deber se limita a velar por que éstas se cumplan en forma adecuada y oportuna de acuerdo con las condiciones iniciales.

---

<sup>1</sup> Este riesgo debe ser analizado en forma separada al de Solvencia.

- *Riesgo de Mercado*: el hecho de que con excepción de la primera operación las demás no sean bursátiles implica que el precio de estas últimas puede diferir del de mercado, en la medida en que el precio y la liquidez se acuerdan por fuera de éste. Los sistemas de valoración de inversiones colaboran a mejorar la administración de este tipo de riesgos.
- *Riesgo de Liquidez*: si se entiende la liquidez como la facilidad de obtener fondos en un momento determinado. Dado que el carrusel implica la imposibilidad de realizar el título en el mercado antes del plazo pactado, sólo es posible obtener liquidez sobre él por medio de un repo respaldado por el título mismo.

### C. Riesgos que se Cubren con los Carruseles

El carrusel permite cubrir parcialmente los siguientes riesgos:

- *Riesgo de Mercado*: tal vez el que más buscan cubrir los inversionistas. El carrusel permite al vendedor futuro asegurar un rendimiento fijo en un plazo más corto al de redención del título. Se puede, de esta forma, cubrir el margen sobre el costo pasivo del mismo. Por otra parte, el comprador busca garantizar un margen futuro, conociendo en el presente el costo futuro de sus pasivos. Muchos inversionistas buscan cubrir con estas operaciones sus márgenes ante una posible variación de las tasas de interés. Sin embargo, este cubrimiento es imperfecto, convirtiéndose la operación en una especulación de tasas de interés futuras.
- *Riesgo de Liquidez*: pérdida potencial a que está expuesto un inversionista al tener que vender un título en una fecha futura si el precio de registro contable es inferior al de mercado. Por medio del carrusel se puede garantizar en forma privada -no pública ni bursátil- la liquidez considerada necesaria en el futuro. De igual forma, un inversionista se compromete en forma

privada a comprar anticipadamente una inversión porque considera que en el futuro ésta no estará disponible a los precios pactados hoy en el mercado público de valores.

#### *D. Evolución de los Carruseles y Perspectivas frente a la Valoración a Precios de Mercado*

El carrusel fue el primer derivado utilizado en el mercado colombiano. Apareció a finales de 1987 y buscó desligar la liquidez futura de un título de la liquidez actual del resto de la economía, medida tradicionalmente a través de la tasa interbancaria. Se convirtió, por lo tanto, en una valiosa herramienta para medir expectativas acerca de la liquidez futura del sistema, que hasta el momento se basaban fundamentalmente en el nivel presente de la tasa interbancaria. Sin embargo, un fuerte cambio en las tasas de interés y un mal uso de los carruseles fueron factores determinantes de la crisis bursátil de 1988, fenómeno que afectó el uso del instrumento.

Una vez superada la crisis, las firmas comisionistas revivieron e innovaron la figura del carrusel, con el fin de satisfacer las necesidades crecientes y cada vez más sofisticadas del dinámico sector de los fondos fiduciarios. Estas nuevas operaciones permitían, aunque de manera algo primitiva, responder a las necesidades básicas de estos fondos de garantizar o aprovechar una tasa en el futuro. Otros factores que soportaron el resurgimiento del carrusel fueron un pobre conocimiento del riesgo y ciertas características de los principios contables vigentes en el país - que permitían diferir los resultados originados en determinadas operaciones- se convirtieron en un excelente terreno para vender expectativas del futuro con base en este mecanismo.

Sin embargo, debido a que en los carruseles no se pueden separar los riesgos de solvencia y de liquidez, el instrumento no alcanza la madurez requerida por los inversionistas bajo una

valoración a precios de mercado. La imposibilidad de realizar dicha separación ata al inversionista a su inversión, comprometiendo su liquidez a un plazo fijo. Un ejemplo de lo anterior es la imposibilidad del inversionista de reestructurar la distribución y liquidez de su portafolio ante el deterioro de la calificación de un tipo de papel en la medida en que tiene comprometido el título para una venta futura.

En una adecuada administración de portafolios se fija objetivo de rentabilidad basado en políticas y estrategias de liquidez y de solvencia. Estos dos riesgos no necesariamente responden a estas políticas y estrategias de la misma forma, lo que impide cumplir con el objetivo propuesto sin asumir más riesgos a los esperados. Por esta razón los carruseles no son herramientas adecuadas para administrar un portafolio y su futuro está amenazado por instrumentos más idóneos, en el sentido de cumplir con los objetivos de cobertura y permitir la separación de los riesgos. Los Forwards y los contratos de futuros son los instrumentos más idóneos para responder a esta necesidad.

Sin embargo, y ante la falta de claridad que aún se encuentra en el mercado, es importante que las autoridades agilicen la reglamentación más adecuada posible para valorar estos instrumentos, con el fin de poderlos incluir en los portafolios.

#### *E. Ventajas y Desventajas de los Carruseles para el Mercado y sus Intermediarios*

Es indudable que este tipo de operaciones ha permitido al mercado encontrar un nicho a partir del cual se ha madurado la base para estructurar un adecuado sistema de administración de portafolios y de coberturas. Entre otras por los siguientes puntos:

## 1.- Ventajas

- *Para el mercado* es el mejor mecanismo existente en el mercado a partir del cual evolucionar hacia los productos o mecanismos que a nivel mundial son mejor reconocidos, como adecuadas herramientas de cobertura (v.g. forwards).
- *Para los actores del mercado*, permite una cierta planeación de la liquidez de los portafolios administrados. Además, en ciertos casos se logran tasas mayores a las esperadas, especialmente en los dineros de corto plazo, (Repos vs. Interbancarios), pues si las expectativas futuras de la tasa de interés son menores a los de la TIR del título en cuestión, los comisionistas ceden una mayor tasa a la Cabeza, por ser menos costoso y más atractivo para la venta inicial del título (la venta bursátil). Así es más fácil encontrar un comprador inicial, que es quien finalmente paga la comisión, elevando artificialmente la tasa interbancaria en épocas de escasez de dinero. Por otra parte, ha permitido a los comisionistas de bolsa innovar con nuevos servicios y operaciones, los cuales han sido aceptados por sus clientes. En ciertas operaciones, la oferta de combinaciones con Carruseles les ha permitido penetrar mejor y más eficientemente el mercado. Finalmente, el tratamiento preferencial que recibe tributariamente le da ciertas ventajas a los usuarios sobre otros mecanismos de cobertura, pues son exentos del impuesto de timbre y no poseen ninguna carga tributaria adicional en la fuente.
- *Para los emisores* es la oportunidad, no vista hasta la fecha, de involucrar en sus operaciones el concepto de Tasas Futuras Implícitas que permitirían la conformación de curvas de rendimiento para las Tasas de Interés. Este sería la base fundamental para la fijación de tasas de interés y los plazos de captación y colocación por parte de los emisores.

## 2.- Desventajas



- *Para el mercado* es difícil estructurar con el uso de carruseles una tasa de largo plazo, ya que el estar atados al riesgo de solvencia les impide la independencia requerida para lograr medir los riesgos de la tasa en largo plazo. Dicho de otra forma, dificulta la estructuración de curvas de rendimiento en el mercado. Por otra parte, el uso de carruseles puede generar cambios fuertes de las tasas de interés en plazos cortos.

La oferta de títulos también se ve afectada en la medida en que los títulos se encuentran comprometidos y, como corolario, disminuye la transparencia en los precios de las transacciones que se realizan, porque al ser predefinidas puede no corresponder a las condiciones del mercado. Finalmente, la eventual necesidad de liquidez durante el desarrollo del carrusel aumenta la demanda por Repos.

- *Los actores del mercado* se enfrentan básicamente a tres problemas. Primero, tienen dificultades para lograr una contabilidad que refleje la realidad de lo que acontece en el mercado. Segundo, el uso de carruseles incrementa el riesgo de cumplimiento de las partes al requerirse el título físico para culminar la operación. Por último, la falta de claridad y conocimiento por parte de las autoridades de control, a lo largo de la existencia de estos productos, no ha permitido una adecuada madurez de la herramienta y por ende de la transición a mejores productos.

#### *F. Promoción: Dificultades, Oportunidades y Riesgos*

El mercado conoce suficientemente el producto carrusel. Por esta razón, más que un trabajo de promoción se requiere un trabajo de mantenimiento permanente y adecuación a los cambios del sistema. Sus perspectivas bajo un sistema de valoración de inversiones a precios de mercado son difíciles. Es probable que a raíz de las resoluciones de valoración, se incremente temporalmente su

uso. Sin embargo, con el tiempo los administradores de portafolios exigirán mucho más de las herramientas de cobertura, relegando los carruseles a un segundo plano.

Si el mercado decide promocionar aún más este tipo de operaciones, la estructuración de los portafolios no va ser la adecuada para desarrollar un mercado amplio de capitales, debido a las deficiencias anteriormente comentadas. Sólo si se entiende que este producto es la base para desarrollar un mercado estable de coberturas se cristalizarán sus beneficios.

La visión que las autoridades regulatorias tengan de este producto es fundamental para que cumpla el rol esperado por el mercado de coberturas. Hasta hora no se ha profundizado en su contenido ni en su esencia y como resultado se han elaborado normas procedimentales reactivas, mas no proactivas, para el uso de los carruseles que han contribuido más a disminuir la utilización de estos productos que a fomentarlos. La responsabilidad de regular exige profundizar mucho más sobre herramientas que acompañen el mercado en sus sanas iniciativas y en su desarrollo.

### *G. Volumen de Operaciones*

Según la División de Seguimiento del Mercado -Supervalores-, en la Síntesis Estadística Trimestral (Julio-Septiembre 95) las operaciones bursátiles de carruseles, por número y por volumen, se distribuyeron en las Bolsas en los primeros siete meses de 1995 según la siguiente participación:

<u>BOLSA</u>	<u>VOLUMEN</u>	<u>NUMERO</u>
BOLSA DE BOGOTA	96.81%	99.00%
BOLSA DE MEDELLIN	2.16%	0.03%

BOLSA DE OCCIDENTE 1.03% 0.07%

El volumen de operaciones Carrusel realizado en el mercado secundario presentó el 70.4% de participación en el total transado en dicha modalidad. Los títulos más transados en esta modalidad de negociación fueron los certificados de depósito a término, con el 46.05%, seguidos por los títulos de participación con el 22.36%, y en tercer lugar, pero con una diferencia significativa tanto en volumen como en participación con relación a los dos anteriores están los bonos privados con 8.02%. Esta distribución se aprecia en el siguiente cuadro:

### EVOLUCION DE CARRUSELES

#### DISTRIBUCION DEL VOLUMEN POR PAPEL ENERO-AGOSTO 1995

	CDT's	Tit. Participación	Bonos Privado	TES	Finagro	Cedulas	Bonos Publico	Cert. de Ahorro
Total*	289.556	140.610	50.418	36.230	28.128	24.129	20.947	15.277
Particip	46.05%	22.36%	8.02%	5.76%	4.47%	3.84%	3.33%	2.43%

\*Millones de pesos

Fuente: Superintendencia de Valores -División de Seguimiento del Mercado

El volumen histórico de operaciones Carrusel que se presenta a continuación se basa únicamente en las cifras de la Bolsa de Bogotá. Es importante observar los cambios trimestrales y cómo estos montos llegaron a un máximo en el tercer trimestre de 1993, momento a partir del cual disminuyeron fuertemente. Sólo hasta el segundo trimestre de 1995 se aprecia una recuperación:

Trimestre	Volumen Trimestral (\$MM)	Volumen Semestral (\$MM)	Volumen Anual (\$MM)
I-93	186.380		
II-93	147.285	333.665	
III-93	268.746		
IV-93	195.027	463.773	797.438
I-94	101.938		

II-94	72.608	174.546	
III-94	32.923		
IV-94	40.170	73.093	247.639
I-95	92.275		
II-95	174.241	266.516	

Fuente: Bolsa de Bogotá

## 2. Operaciones a Plazo

### A. Definición

El contrato de compraventa de valores a plazo es un contrato bursátil, que se perfecciona en la fecha de registro en Bolsa de la operación. Su ejecución o liquidación se difiere a una fecha posterior, en la cual se transfiere la propiedad y el pago. Por lo tanto, se requiere que en el momento de ser registrada se pacte su liquidación para una fecha futura o a plazo. Las operaciones a plazo, de venta o compra, se pueden realizar sobre acciones, bonos convertibles en acciones o títulos de renta fija. Requieren de una serie de garantías especiales impuestas por las Bolsas tanto al vendedor como al comprador, ajustables durante el plazo a petición de dichas entidades. Hasta marzo de 1995 se aceptaban cheques postfechados por parte de los intermediarios, figura que no dejaba de ser motivo de inquietud para las entidades bursátiles. Por esta razón, actualmente las garantías tienen condiciones de seguridad y liquidez acordes con el tipo de operaciones. Es importante recalcar que se ha considerado adoptar el esquema de garantías y condiciones exigidas en una bolsa de futuros para las operaciones a plazo. Sin embargo, estas dos operaciones presentan diferencias sustanciales, no obstante su parentesco cercano:

- 
- |  |  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Liquidación en la fecha pactada de transferencia de la operación.</li><li>• Las operaciones se hacen únicamente sobre títulos previamente inscritos en las Bolsas.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Liquidación en cualquier fecha antes del vencimiento pactado. Normalmente nunca se alcanza esta fecha.</li><li>• Las operaciones se hacen sobre títulos inscritos o no en las Bolsas, y sobre índices o cualquier otro bien susceptible de ser homogenizado y medido claramente.</li></ul> |
|--|--|
- 

### *B. Ventajas y Desventajas de las Operaciones a Plazo para el Mercado y sus Intermediarios*

Las ventajas y desventajas de las operaciones a plazo son muy similares a las de los carruseles. Sin embargo, existen algunas ventajas y desventajas adicionales que vale la pena resaltar:

#### 1. Ventajas:

- La operación es bursátil y por lo tanto se garantiza una conformación de precio que responde a las necesidades futuras de los inversionistas. En los carruseles no hay garantía de conformación de precio debido a que las transferencias sucesivas posteriores a la primera de ellas no son contratos bursátiles.
- Se tiene acceso a las garantías bursátiles, lo que implica la posibilidad de acudir a los fondos que tiene destinados la Bolsa para eventualidades tales como incumplimientos. No significa esto que la Bolsa sea la garantía de contraparte ni de solvencia de la operación.

#### 2. Desventajas:

- No existe claridad acerca de quién garantiza la operación (la Bolsa, el Comisionista o el cliente). El mercado desconoce esta característica importante en una operación a plazo.
- Querer convertir la operación en una operación con características de contrato de futuro a plazo, sin serla.
- Consume capital de los Comisionistas y por lo tanto éstos prefieren otro tipo de operaciones.

### *C. Evolución de las Operaciones a Plazo*

La operación a plazo se estructuró inicialmente para ser realizada con acciones, inicialmente con criterios en buena parte especulativos. Jamás se consideraron factores de cobertura modernos para realizar y regular estas operaciones. Fue así como su uso durante la década del 80 y principios de la actual se centro en operaciones especulativas basadas en importantes asimetrías de información entre los inversionistas en acciones: se sucedieron en determinados momentos proliferaciones temporales de operaciones a plazo con algunas acciones que bajo características extrañas en su comportamiento, reflejaban situaciones diferentes al comportamiento de las demás acciones. Debido a lo anterior, las Bolsas de Valores acudieron tímidamente, basadas en su derecho de autorregulación, a ejercer un cambio en las garantías exigidas a los participantes, más por el desconocimiento de las circunstancias que por tratar de normalizar las situaciones potenciales de desequilibrio que presentaban.

A raíz de las decisiones en materia regulatoria implementadas en 1992-93 para las operaciones carrusel, debido a inquietantes rumores sobre los riesgos que generaban, el mercado disminuyó el número de operaciones de este tipo y rescató las operaciones a plazo, pero esta vez para renta fija. Fue necesario, sin embargo, adaptar la normatividad de las operaciones a plazo con acciones a esta nueva modalidad: los niveles de garantía exigidos, por ejemplo, fueron modificados por no satisfacer las condiciones de las Bolsas; hubo incluso que restringir con parámetros patrimoniales los montos aceptables por firma comisionista ante el acelerado crecimiento en el uso de esta nueva herramienta. Ha habido a partir de entonces algunas modificaciones a la regulación y actualmente las Bolsas están presentando un reglamento conjunto para aclararla y modificarla en algunos puntos.

Otro tipo de operación a plazo que se observa con cierta frecuencia son los repos con acciones. La operación a plazo de acciones responde adecuadamente a las operaciones de repo activas -colocar recursos temporales con un rendimiento-, con la característica fundamental de ser exenta de impuestos. En otras palabras, se disfraza la colocación activa de crédito con operaciones Repo en acciones, aprovechando las ventajas tributarias.

Las operaciones a plazo tienen una regulación que permite al mercado adaptarse fácilmente a diferentes tipos de negocios y oportunidades, entre otros servir como herramienta parcial de cobertura para controlar riesgos de mercado. Sin embargo, la legislación es precisamente su debilidad: las operaciones a plazo carecen de una definición conceptual clara que, si bien le dan flexibilidad, sólo le permiten adecuarse a las condiciones del mercado con superficialidad.

#### *D. Futuro de las Operaciones a Plazo*

A través de las Resoluciones 152, 349 y 547 de la Superintendencia de Valores, expedidas entre el primero de marzo y el 7 de julio del presente año, se operó un profundo cambio en la normatividad vigente en materia de operaciones a plazo en acciones. El nuevo régimen puesto en pie por las Resoluciones mencionadas eliminó, en provecho de todos los participantes en el mercado, la posibilidad de segmentación del mercado a plazo que se generaba con la existencia de voluntades comprador y vendedor, voluntades cuya posibilidad de ejercicio oscurecía la característica del negocio que se estaba pactando para todos aquellos agentes que no fueran los intervinientes directos en el pacto, lo que se traducía en la segmentación a la que hemos hecho

referencia. De suyo, pues, es éste un resultado bien importante de las nuevas normas sobre operaciones a plazos.

Pero los cambios no se limitaron a perfeccionar, en el sentido mencionado, la calidad del mercado existente. En efecto, el nuevo régimen establece que las negociaciones a plazos en acciones se harán para ser liquidadas quincenalmente, lo que quiere decir, (dado que el plazo máximo es de 180 días) que existirán, en general, doce fechas estandarizadas de liquidación a plazo, lo que respecto a las 115 anteriores posibles, constituye importante paso para forzar una confluencia de vendedores y de compradores a plazos, confluencia que es la que garantiza la existencia de una interacción entre oferentes y demandantes y, consiguiente la existencia de un mercado digno de ese nombre.

Esta interacción se facilitará no solamente por la estandarización de las fechas de liquidación, sino también por la homogenización de los mecanismos de garantía de las operaciones a plazo, homogenización que significará un trato igual para todos los participantes, que estarán seguros del carácter cierto del respaldo de las operaciones en las que decidan invertir. Y estas garantías, según lo dispuesto por la normatividad comentada, serán equivalentes al 15% del valor de la operación cuando se traten de operaciones de alta y media bursatilidad, y al 30% cuando se trate de otras, siendo en ambos casos objeto de un ajuste diario en función de las diferencias entre el precio pactado a plazos y el precio promedio de la acción en el mercado de contado, ajuste diario que incrementa de manera sustancial la seguridad ofrecida por la garantía.



Otro concepto que merece resaltarse del nuevo régimen, es del apalancamiento de los agentes frente al mercado; en efecto, una garantía equivalente al 15% implica la posibilidad de concretar negocios por algo más de seis veces el efectivo disponible, cosa que, aunque nos deja lejos de la posibilidad de apalancamiento que tienen los inversionistas en los mercados internacionales, constituye un buen comienzo para nuestro medio.

Pero quizás al aspecto más interesante del nuevo régimen de operaciones a plazos lo constituya el establecimiento, a nivel conceptual, de dos tipos de operaciones a plazos diferentes sobre acciones:

- Las de cumplimiento efectivo: en las cuales la operación se define como el compromiso del vendedor de entregar en una fecha futura unas acciones y del comprador de pagar en dicha fecha un precio por las mismas, operación que debe ser garantizada por el vendedor con el depósito en la Bolsa, el día de registro de la operación, de las especies vendidas, y por el comprador con el depósito del 15 % o del 30 % del valor según la bursatilidad de la acción más los ajustes diarios, y,
- las de cumplimiento financiero: definidas como la obligación para la punta de venta de entregar a la liquidación las especies vendidas o la garantía inicial más sus ajustes y para el comprador la de pagar el precio pactado o ceder, igualmente, su garantía inicial más sus ajustes.

Con las operaciones de cumplimiento efectivo, los inversionistas contarán con un instrumento que, si bien no corresponde rigurosamente a la definición conceptual de un contrato de futuros, si tiene virtualidades propias de tales instrumentos, con que, con ellas, es posible asegurarse de el precio futuro de compra o venta de un activo. Sin duda, un experto en futuros

anotaría que la exigencia de una cobertura del 100% en la punta de venta es, por lo menos, atípica en los futuros, hecho incontrovertible, pero que soslaya los riesgos generados por la poca profundidad del mercado, que si son tenidos en cuenta con el régimen establecido.

Con las operaciones de cumplimiento financiero, los inversionistas contarán con un instrumento de cobertura que comparte ciertas características de las opciones, en la medida en que quien celebre una operación de estas características estará asegurándose, por lo menos, la obtención de una prima equivalente al 15% del valor de su activo en caso de que el mercado del mismo evolucione en su contra, prima que los subsanará grandemente de dicha evolución.

La Bolsa de Bogotá participó activamente en el proceso de generación de estas nuevas alternativas para los inversionistas, en el entendido de que no se trataba solamente de eliminar una imperfección del mercado (la segmentación), sino de adecuar estos instrumentos a las necesidades de una clientela cada vez más necesitada de productos contra el riesgo. Y ya ha habilitado en su mercado las operaciones a plazo de cumplimiento efectivo, a tiempo que trabaja con intensidad en el perfeccionamiento del software requerido para el manejo de las operaciones de cumplimiento financiero.

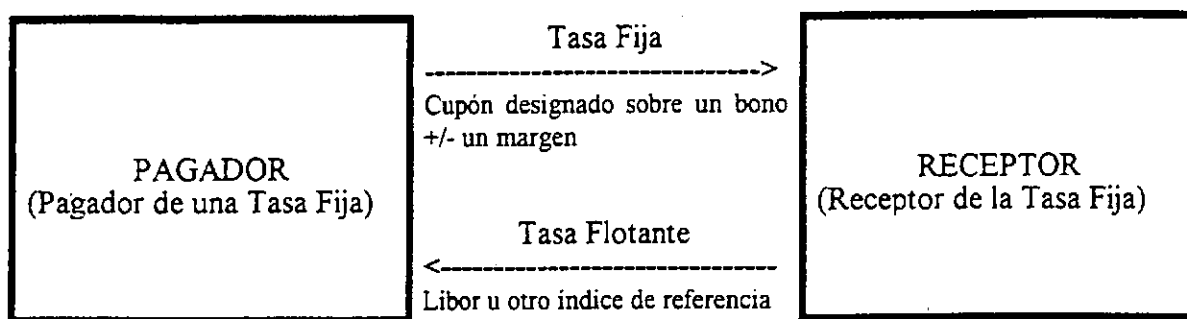
### **3. Swaps con Títulos Valores**

#### *A. Definición*

El swap es un contrato o acuerdo que refleja la práctica de intercambiar bonos o títulos por otros, para mejorar la rentabilidad, cambiar la exposición de crédito, reflejar una posición diferente de rendimientos de tasas de interés o registrar una pérdida tributaria. Sin embargo esta definición es

muy diferente de la de un swap de tasa de interés, tasa de cambio o de la de un simple índice, términos bajo los cuales siempre se le ha dado contexto al “swap”. Las diferentes interpretaciones ocasionalmente confunden a los nuevos usuarios de los swaps de flujos de caja. Estos swaps se encuentran siempre presentes en los mercados más avanzados de capitales y son parte integral de éstos. El swap tradicional de tasa de interés es el intercambio de pagos de interés a tasa fija por pagos de interés a tasa variable. Un swap genérico en monedas o divisas es el acuerdo para intercambiar una divisa por otra al precio de una tasa de cambio futura o “forward”. A pesar de que los swaps de rendimiento sobre un índice podrían incorporar el intercambio del rendimiento de un índice por el del rendimiento de otro, comunmente, en los mercados maduros de capitales, se estructuran los swaps intercambiando el rendimiento fijo de un índice por el rendimiento flotante de una tasa de interés.

Un swap básico de tasa interés fija por tasa de interés flotante se visualiza en la siguiente gráfica:



En Colombia los swaps se configuran mediante el intercambio de papeles con plazos diferentes, ajustando las tasas de rendimiento para lograr condiciones de indiferencia. Es decir, consisten en intercambiar un papel de largo plazo (sin liquidez a su precio de registro) por uno de

plazo más corto con rendimientos (por debajo del mercado) que compensan la pérdida potencial del papel de largo plazo. El resultado es una reestructuración de plazos y de portafolio, y para ciertos casos se logra además colocar papeles en condiciones de liquidez. Existen diferentes modalidades donde se mezclan las necesidades de liquidez y la reestructuración de los plazos por parte de los participantes en el mercado:

- *Swaps de Emisor*: Este intercambio de papeles se origina en un emisor que requiere de liquidez para su operación. A través de un firma comisionista propone a un tercero la venta total o parcial de sus papeles ilíquidos (con pérdidas potenciales en el momento de su venta) en su precio de registro. De esta forma no hay pérdida para el vendedor en el momento de la venta. Sin embargo, el vendedor se compromete a invertir en títulos del emisor, en una cantidad mayor a la adquirida, a una tasa más baja a la del mercado. Esta diferencia de precio frente al pagado por el mercado, es igual a la pérdida potencial que el vendedor no registró en el momento de la venta de sus papeles ilíquidos. Se compensa así, la pérdida potencial del vendedor y el costo real de la emisión. El resultado de intercambio se puede resumir de la siguiente forma:

Para el vendedor:

- Disminuyó parte de la duración de su portafolio y por lo tanto disminuyó su riesgo de exposición a las tasas de interés.
- La pérdida potencial a la fecha frente al mercado se mantiene y el rendimiento en el corto plazo se disminuye. Cuando la reestructuración no es definitiva sino gradual, es decir, cuando el plazo sólo se reduce poco o parcialmente y no se logra una verdadera reestructuración del portafolio, el resultado es un adelgazamiento de la rentabilidad del

portafolio, que ante el continuo incremento de las tasas de interés en el país, ha representado pérdidas sustanciales y potencialmente mayores en los portafolios.

- La venta del título de largo plazo a su valor de mercado afectaría en forma importante los ingresos presentes del portafolio; una reestructuración de los plazos suaviza el problema ante cambios de la tasa de interés. Además, los papeles de corto plazo son más demandados que los de largo plazo.

Para el emisor:

- Consigue recursos para solventar sus necesidades de liquidez.
  - Aparenta ante el mercado que toma recursos a tasas iguales o más bajas a las de éste.
  - Aun cuando compra un papel de largo plazo a una tasa poco comercial, considera que próximamente las tasas de interés van a disminuir, recuperando parte de su costo en beneficio de una mejor captación. Normalmente el riesgo contrario no se considera, ya sea por falta de profundidad en la operación o por falta de herramientas técnicas que permitan medir adecuadamente el riesgo.
- *Swaps Ordinarios*: Es una operación más sencilla que la anterior. Se intercambian títulos entre dos inversionistas con el único fin de reestructurar plazos y disminuir los riesgos asociados con las tasas de interés. Se estructura el monto de la operación y, dependiendo del tamaño y riesgo de ésta, se generan en la mayoría de los casos flujos de fondos, requiriéndose necesidades adicionales de disponible. Esta ingeniería de flujos de caja, rendimientos y plazos, sin revelar pérdidas presentes a costa de un inadecuado sistema de contabilidad, se encuentra en amenazada ante el surgimiento de la valoración a precios de mercado.

### *B. Riesgos que Cubren estas Operaciones*

Normalmente en los mercados avanzados las operaciones swaps han sido consideradas como una excelente herramienta para cubrir riesgos de mercado. Sin embargo, como ya se anotó, no se deben confundir los swaps de tasas de interés, inexistentes en nuestro mercado, con este tipo de operaciones de intercambio de papeles. Estas operaciones cubren más las deficiencias de una adecuada estructuración pasiva de los portafolios, que la estructura activa de estos. Por falta de homogeneidad de los integrantes pasivos en estas estructuras y/o por el desconocimiento en el mercado de una valoración de sus opciones implícitas y/o por falta una adecuada administración de activos y pasivos, el procedimiento natural para asumir los riesgos de liquidez ha sido la reestructuración de los plazos activos. Además sirvió de cómplice el sistema contable de causación exponencial, que para bien del sistema, ha sido reemplazado por la valoración a precios de mercado.

En Colombia son muy escasas las entidades que poseen políticas adecuadas para administrar sus activos y pasivos; por lo tanto, en general no se posee ni la capacitación mínima requerida de personal ni la tecnología gerencial para administrar estos procesos. Los riesgos que se manejan bajo estos esquemas siempre están latentes aunque no se conozcan éstos ni se administren. Así, cuando se presentan en los portafolios dificultades de iliquidez originados en el pasivo -retiros importantes, crisis institucional o cualquier otro factor de costo- esta iliquidez tiende a incrementarse. Las instituciones responden a los retiros compensando a los clientes con rendimientos adecuados al mercado, deteriorando el resultado futuro de los portafolios. Para lograr esta compensación difieren las pérdidas activas presentes hacia el futuro en detrimento del portafolio. El mecanismo ideal para diferir estas pérdidas son los swaps con la complicidad del ya comentado sistema de causación.

### *B. Evolución y Perspectivas*

Este tipo de operaciones se inició por intermedio de los Comisionistas de Bolsa, quienes supieron interpretar muy hábilmente las necesidades del mercado de los inversionistas. En efecto, durante 1993 y principios de 1994 el mercado vio aparecer una gran cantidad de emisiones de largo plazo colocadas sin dificultad. Los tesoreros de los diferentes portafolios (bancos, fiduciarias, etc.) se percataron de que una caída en la tasa de interés generaba utilidades importantes, en especial si se poseían títulos de tasa fija con plazos largos. En ese momento los inversionistas tenían expectativas de una disminución en la tasa de interés real. Sin embargo, la Junta Directiva del Banco de la República decidió endurecer las metas monetarias con fines anti-inflacionarios y las tasas subieron más allá de lo esperado. Así las cosas, el mercado estaba abonado para introducir swaps de títulos valores o de papeles, como se les conoce.

Las ventajas fueron numerosas bajo las condiciones contables que regulaban el mercado antes de la Resolución 200 y 96. Era posible la estructuración de plazos y mejorar la situación de liquidez de varios intermediarios, sin afectar la situación presente de pérdidas o ganancias. Esta aparente ventaja fue en muchos casos su gran defecto. Hoy varios portafolios soportan importantes pérdidas originadas en el diferimiento de las pérdidas pasadas.

Es indudable que el swap de títulos valores no presenta muchas oportunidades en un futuro próximo; más aun, existen dificultades y riesgos en desarrollar este tipo de operaciones. Las resoluciones 200 y 96, expedidas respectivamente por las superintendencias Bancaria y de Valores, buscan entre otros controlar y hacer revelar a las entidades la verdadera situación de los

instrumentos en el mercado. El resultado se ha empezado a sentir en el mercado: se han requerido fuertes ajustes de provisiones por parte de las entidades, y en algunos casos no ha quedado otro camino que abandonar y no participar más en este mercado.

De otra parte, el mercado ha empezado a entender la bondad de no poder diferir las pérdidas en el tiempo. La única solución para administrar portafolios es desarrollar técnicas de administración adecuadas a las circunstancias colombianas. A través de éstas se pueden identificar claramente los objetivos y los riesgos asumidos. Bajo estas normas, la imposibilidad de diferir pérdidas identifica rápidamente los riesgos de mercado y de liquidez. Por lo tanto, la reestructuración de los portafolios reside en el manejo administrativo y de planeación de objetivos y no en el diferimiento contable de las pérdidas. Dado lo anterior, acudir a swaps de títulos deja de ser necesario, pues los costos y las pérdidas involucradas en las operaciones se deben contabilizar inmediatamente: los swaps de títulos valores están en vías de extinción, o al menos en condiciones de baja demanda.

Finalmente, la Superintendencia Bancaria ha recordado al mercado mediante normas y circulares que los adelgazamientos, licuadoras y demás figuras de este tipo están prohibidas. Con estos nombres el mercado ha conocido este tipo de swaps, que en esencia sólo sirven para adecuar los rendimientos del pasivo a las diferentes situaciones del mercado, a costa de diferir las pérdidas hacia el futuro cuando se considere necesario.

#### **4. Operaciones Forward**



### *A. Definición*

Es una operación a plazo, donde un comprador se obliga a comprar y un vendedor a vender un monto de divisas determinado a un precio también determinado en una fecha futura. Sin embargo, si no se requiere la entrega futura de divisas es necesario establecer una tasa de referencia (por ejemplo la Tasa Representativa del Mercado) para que el comprador o el vendedor cubra la diferencia que se presente entre la tasa fijada y la tasa de referencia.

Este concepto de la operación ha permitido, en forma poco profunda, la realización de algunas operaciones en el país. Para cubrir la diferencia entre la tasa de referencia y la tasa pactada se ha permitido el uso de herramientas como los certificados de cambio o los bonos decreto 700. Sin embargo, esta operación se ha hecho traduciendo el valor de la diferencia en dólares a pesos. Actualmente y bajo condiciones especiales el sector financiero puede utilizar forwards como herramientas de cobertura con pago del cubrimiento o del valor en divisas.

La diferencia entre la tasa de interés interna y la tasa de interés externa constituye un factor importante en la valoración de estas herramientas. Cuando esta diferencia es importante, como lo es actualmente (más de 10 puntos efectivos), los riesgos a cubrir se convierten en sumamente costosos, lo cual desestimula el volumen de operaciones. En ciertas ocasiones es menos costoso asumir los riesgos de cambio, sin necesidad de cobertura, que pagar las diferencias entre las tasas como margen de las operaciones. Sin embargo en los últimos meses del presente año, en que la devaluación se viene incrementado aceleradamente, puede esta afirmación no ser tan definitiva. Es importante recalcar que la operación no es una compra de divisas en firme en el futuro sino una herramienta de cobertura. Es decir, no es necesario transferir físicamente las divisas.

### *B. Determinación de los Riesgos*

Estas operaciones buscan ante todo cubrir riesgos cambiarios derivados de operaciones de importación o exportación, de bienes o de capital. Algunos exportadores consideran importante vender sus potenciales exportaciones previamente, con el único ánimo de garantizar el margen en sus operaciones. Los exportadores quisieran encontrar un mayor mercado para estas operaciones, pero la dificultad para conseguir un precio mucho mejor al de sus expectativas de devaluación impide que vendan sus divisas por anticipado: el dinero en Colombia es más rentable que en el exterior y, por más riesgo que corran, las divisas no incrementan su valor en forma importante. Por la misma razón los importadores no consiguen quién les venda divisas en el futuro a los precios de las expectativas de devaluación, sino a los precios de las expectativas de la tasa de interés interna. Es más costoso cubrir las operaciones que correr el riesgo de esperar hasta el día del compromiso de pago. Esta diferencia importante es el margen que se origina, lo que impide su adecuada liquidez.

Son las empresas que requieren cubrir su capital extranjero invertido en el país las únicas que fácilmente cubren sus posiciones. Es requisito de sus casas matrices cubrir estas exposiciones al riesgo cambiario a cualquier costo, lo cual permite al mercado negociar posiciones ventajosas. De igual forma cuando estas compañías conocen el nivel de dividendos a girar procuran comprar forwards que impidan el deterioro de su posición en términos de divisas. Debido a que en ciertos periodos de tiempo la diferencia entre la tasa de interés interna y la tasa de interés externa se ha incrementado, los márgenes para los forwards se ha ampliado, motivando que las operaciones sean menos necesarias. Además, la estabilidad de la tasa de cambio y las adecuadas condiciones

económicas del país en los últimos años han creado un ambiente propicio para no pagar márgenes de cubrimiento tan altos.

### *C. Ventajas y Desventajas*

#### *- Ventajas*

- Estabilidad en el mercado cambiario. Claridad en las expectativas y tendencias del mercado.
- Arbitramentos entre la tasa de cambio externa y la interna que podría estabilizar la tasa real en Colombia.
- Las empresas colombianas que tienen un capital invertido en el exterior (en Venezuela por ejemplo) podrían disminuir su exposición al riesgo cambiario.
- Separaría en forma más clara y acertada el mercado cambiario del mercado monetario. No hay necesidad de inyectar liquidez al mercado monetario para estabilizar la tasa de cambio sino cambiar las expectativas de éste mediante la compra o venta de forwards según sea el caso.

#### *- Desventajas*

- Las dificultades tributarias, en especial el impuesto de timbre, desmotivan la participación de inversionistas en este tipo de operaciones. El impuesto de timbre, por ser una tarifa que no depende del tiempo, incrementa relativamente los costos en forma más que proporcional en períodos cortos.
- La excesiva regulación cambiaria en el país no permite la liquidez necesaria para los forwards. El mercado ideal para que estos instrumentos tengan una adecuada liquidez es aquél donde haya total libertad en el campo cambiario. En Colombia por muchas razones esto no es así y, por lo tanto, la liquidez de los forwards es restringida.

- Márgenes de intermediación muy altos.

#### *D. Evolución y Perspectivas*

En Colombia hasta la fecha las pocas operaciones forward son de tasa de cambio. Quizás inspiradas en algunas multinacionales, cuyo objetivo es cubrir riesgos asociados con deterioro de su capital. Las primeras operaciones surgieron a finales de la década del 80 y principios de ésta, cuando algunos bancos obtuvieron ganancias importantes gracias a la intermediación con forwards de tasa de cambio a través de Certificado de Cambio. Las compras futuras de esta herramienta cubrían a varias multinacionales de probables fluctuaciones cambiarias. El mecanismo no era perfecto debido a las normas cambiarias, pero simulaba en forma cercana el mercado cambiario. Las diferencias entre la tasa de interés interna y la tasa de interés externa han sido su principal enemigo, pues los márgenes han sido muy grandes y por ende los volúmenes han sido bajos.

El Banco de la República ha querido promocionar este tipo de operaciones pero, debido a las dificultades ya comentadas de diferencia entre las tasas de interés internas y externas, el mercado no ha despegado. Además, las dificultades regulatorias para vender en corto en el país restringen adicionalmente este tipo de operaciones. Otra dificultad, solucionada recientemente, residía en la regulación concerniente a la contabilización de las coberturas, que no permitía compensar las pérdidas de las operaciones cubiertas con las utilidades de los elementos de cobertura. Por otra parte, a nivel tributario existen diferentes conceptos que impiden determinar con claridad los riesgos asumidos, disminuyendo la liquidez de las operaciones.

La mejor forma de promocionar estas operaciones, además de buscar una solución adecuada a las dificultades ya comentadas, está en promocionar los forwards de tasa de interés. Este instrumento ayudaría claramente a identificar las expectativas del mercado y a arbitrar diferentes posiciones, lo cual reduciría márgenes y aumentaría la liquidez. Obviamente, la eliminación de las restricciones a la libertad cambiaria ayudaría a que los forwards de tasa de interés arbitrarán las diferencias entre las tasas de interés interna y externa, generando un mercado distinto al de los forwards de tasa cambio. Este último dependería entonces, como en el resto del mundo, de las diferencias de las tasas de interés interna y externa.

Por último vale la pena recalcar las ventajas y oportunidades que la Resolución Externa 036 de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República y la Circular Externa 021 de 1992 de la Superintendencia de Valores otorgaron al mercado al autorizar a los miembros de las cámaras de compensación de las Bolsas de Futuros y opciones del exterior, así como a las entidades financieras extranjeras especialmente calificadas por el Banco, para realizar operaciones de cobertura, exigiendo al efecto que actúen a través de oficinas de representación. En tal sentido la Superintendencia de Valores autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa a fin de que puedan actuar como representantes de las oficinas de representación en Colombia de las citadas entidades. Para tal fin deberán cumplir al menos con los siguientes requisitos:

- Ser sociedad anónima,
- Que dentro de su objeto social se encuentre prevista expresamente la operación,
- Que la sociedad esté al día con la presentación de los estados financieros y de las obligaciones de información de carácter general y periódica exigidos por la Superintendencia,

- Tener una adecuada estructura administrativa, tecnológica y profesional para adelantar esta gestión, y
- Contar con manuales de procedimientos.

E. Volumen de Operaciones

Las operaciones Forward de Tasa de Cambio que se hacen en el país no tienen un cumplimiento en pesos para cubrir la compensación cubierta, sino que se deben cubrir con la transacción misma de la venta o compra de las divisas. Por esta razón las cifras que se aprecian en el siguiente cuadro deben ser consideradas como tal; se crea entonces la inquietud para que el mercado inicie el desarrollo de un nuevo esquema de cubrimientos que brinde la oportunidad de cumplir los cubrimientos con moneda local. La historia reciente del producto forward Peso-Dólar se aprecia a continuación:

OPERACIONES FORWARD PESO-DOLAR

	MES	# OPE	\$ Millones	Compras		Ventas		Plaz Promdi días	Plazo en Dias						TOTAL		
				Financie %	Real %	Financie %	Real %		<= 14 %	15 - 35 %	36 - 60 %	61 - 90 %	91 - 180 %	> 180 %	MEN %	MAX %	
94	MZO		60.8														
	ABR																
	MY																
	JUN	47	49.5	73.3	26.7	99.0	1.0									1.58	89.21
	JUL	70	54.9	69.1	30.9	99.5	0.5									-3.16	97.99
	AGT	21	63.0														
	SEP																
	OCT		23.0														
	NOV		11.0														
	DIC	12	12.3	100	0	92.0	8.0		67.5	32.5						20.92	42.96
95	ENE	17	22.0	50.0	50.0	91.2	8.8	48.5		65.9				9.1		-2.9	40.53
	FEB	43	39.4	80.0	20.0	97.0	3.0	53	53.4			20		7.1		-2.63	191.0
	MZO	35	40.1	69.0	31.0	66.0	34.0	52								3.23	161.5
	ABR	20	23.5	87.5	12.5	79.0	21.0	47					30.	5.0		7.98	61.15
	MAY	33	40.1	74.6	25.4	58.4	41.6	65	21.0	36.4						11.72	62.4
	JUN	16	16.6	88.0	12.0	74.0	26.0	34		25.0						2.44	20.67
	JUL																
	AGT	36	64.1	76.7	23.3	86.3	13.7	60	35.6	27.9						4.9	42.9
	SEP	62	65.6	73.1	26.9	67.8	32.1	40	45.2	21.0						-20.58	137.1

Fuente: Transcripción en Supervalores de faxes enviados por Banco de la República  
Financie: Sector Financiero Real: Sector Real

## **5. Otros Mecanismos de Cobertura de Riesgo y Futuro de los Derivados en Colombia**

En el mercado de capitales colombiano sólo se ha administrado eficientemente el riesgo solvencia. A la fecha, ha sido percibido como el único riesgo importante y, por lo tanto, considera que la administración de éste cobija la de otros riesgos -de liquidez, jurídicos, cambiarios, etc.-. Sólo en los últimos meses, debido a las drásticas variaciones de la tasa de interés y las resoluciones 96 y 200 de las superintendencias de Valores y Bancaria, respectivamente, se ha empezado a visualizar la necesidad de administrar los demás riesgos de una forma más gerencial.

Sin embargo, ha habido excepciones a esta concentración en el manejo del riesgo de solvencia. Ciertas herramientas u operaciones han sido utilizadas para combatir riesgos: el inflacionario se ha podido cubrir parcialmente desde mediados de la década de los setenta mediante el sistema UPAC o, más recientemente, mediante la introducción del sistema de ajustes por inflación.

En cuanto a los riesgos agrarios, el IDEMA montó un sistema de precios de sustentación para algunos productos. Sin embargo, éste no es un verdadero mecanismo de cobertura de riesgos pues éstos son asumidos por el Gobierno. Entendiendo esta gran dificultad nació la ley que le permite a la Bolsa Agropecuaria montar mecanismos de cobertura a través de negociaciones de contratos de futuros. Sin embargo, este mercado aún no se ha montado en el país debido a una

serie de dificultades, entre otras la estandarización y conocimiento de la volatilidad de ciertos productos considerados líderes para la iniciación de estas operaciones.

Son varios los retos que el país se debe plantear para desarrollar y profundizar el mercado de derivados en Colombia. Estos retos se dividen en aspectos legales, en la necesidad de desarrollar una administración de riesgos para profundizar el mercado y, por último, en la capacitación de los participantes de este mercado.

La Ley 35 de 1993 dividió el mercado en tres partes: el mercado bursátil, el financiero y el asegurador. Los productos o herramientas de cobertura con base en contratos privados como los forwards quedan regulados perfectamente como operaciones admisibles para los establecimientos regulados y, actualmente, a la mayoría de éstos les está permitido realizarlos. Sin embargo, la falta de claridad en el mercado ha impedido que exista una proforma o requisitos mínimos para que éstos se realicen uniformemente en todo el mercado. Las dificultades tributarias -los timbres y el IVA-, por otra parte, han impedido desarrollar su liquidez. En efecto, el costo de los Timbres, en especial en operaciones cortas, obliga a las entidades a buscar mecanismos legales para evitar su pago, modificando incluso la esencia misma de los contratos y, por ende, desarrollando múltiples operaciones similares que no permiten la uniformidad del mercado, lo cual afecta gravemente su liquidez. Sólo una medida de las autoridades que busque uniformar criterios, permitiría que el mercado se profundizara más rápidamente. De otra parte, convendría al mercado un concepto de la DIAN que aclarara las obligaciones tributarias para este mercado. Por último, algunas normas por parte de las Superintendencias sobre capital de riesgo apoyarían el adecuado desarrollo de este mercado.



Si se consideran los forwards como la base para montar un mercado de derivados más estable, es necesario que las autoridades, las Bolsas y el mercado en general comprendan su importancia. Con esta conciencia se podrá emprender el reto de montar una Bolsa de Futuros en el país, pues las dificultades legales para su desarrollo son más complejas y requieren compromisos profundos por parte de los interesados.

Los contratos de futuros y la constitución de las entidades que los soportan, implican un estudio bastante profundo de la legislación bursátil y financiera actual. En efecto, como ya se dijo, la Ley 35 de 1993 dividió el mercado en tres grandes grupos, de tal forma que los contratos de futuros y más concretamente la constitución de un mercado organizado para negociar este tipo de operaciones no se encuentra debidamente autorizado por la ley. Sólo existe autorización expresa en otra ley para que la Bolsa Agropecuaria pueda negociar este tipo de contratos cuando se trate de subyacentes agropecuarios.

El mercado bursátil es un mercado de títulos valores; los contratos de futuros no son títulos valores y, más aún, no son negociables ni cedibles. El mercado financiero busca la intermediación; el mercado de futuros no intermedia recursos financieros. Por último, el mercado asegurador es el menos parecido, si bien uno de los objetivos fundamentales de los contratos de futuros es la cobertura.

Es por esta razón que existen diferentes hipótesis para ajustar Ley 35 para ajustar y permitir la existencia de un nuevo mercado que puede llegar a ser más grande que los otros tres. La

posibilidad más compleja, pero más acertada, está en concertar una ley que enmarque completamente el mercado de futuros. Es necesario revisar y aprender de las experiencias de los demás países donde este tipo de mercado han empezado a surgir. La ley marco debe incluir aspectos sobre garantías, vigilancia, temas fiscales y de regulación del mercado y sus participantes. Por último, debe fomentar una mayor autorregulación, la cual es imposible de lograr si no se desarrolla una verdadera cultura financiera en el país, con base en una mayor capacitación y e incorporación de tecnología de gestión. El país requiere de estos dos elementos para que la responsabilidad de los participantes en la toma de decisiones sea cada vez más comprometida y se logre de esta forma profundizar el mercado de capitales.

Por último, es necesario mencionar las inmensas posibilidades que podrían originarse con las opciones y sus diferentes combinaciones, debido a que es necesario un mayor fortalecimiento del mercado de futuros y de forwards sostenido en una adecuada valoración de portafolios y en una sofisticada administración de activos y pasivos.

Sólo con todos los elementos anteriormente mencionados se crearían los criterios necesarios para fundamentar el funcionamiento de estos instrumentos, bastante más complejos que los analizados en este trabajo. Su complejidad hace necesaria una mayor madurez del mercado, sin perjuicio de que los líderes e innovadores de este tipo de operaciones puedan empezar a promocionar sus primeras y sencillas operaciones.