

LOS DERIVADOS FINANCIEROS DESDE UNA PERSPECTIVA JURIDICA

Lucas Cuartas Gómez

Paula Sierra Vásquez

**Universidad EAFIT
Escuela de derecho
2008**

LOS DERIVADOS FINANCIEROS DESDE UNA PERSPECTIVA JURIDICA

LUCAS CUARTAS GOMEZ
PAULA SIERRA VASQUEZ

Trabajo de grado presentado como
requisito parcial para optar al título de Abogados

Asesor: PROFESOR RAMIRO RENGIFO
Escuela de Derecho - Universidad EAFIT

MEDELLÍN
UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
2008

TABLA DE CONTENIDO

	PÁG
GLOSARIO	
INTRODUCCION	13
CAPITULO I	
PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS	15
1.1. MERCADOS DE CAPITALLES	16
1.1.1. Mercado de valores	16
1.1.2. Mercado de derivados	17
1.1.3. Mercado de renta fija	17
1.2. MERCADO DE DIVISAS O CAMBIARIO	18
1.3. MERCADO MONETARIO	18
CAPITULO II	
PRODUCTOS DERIVADOS	20
2.1 FORWARD	22
2.2 FUTUROS	25
2.3 OPCIONES	27
2.4 SWAPS	30
2.5 PRODUCTOS EXOTICOS	32
CAPITULO III	
MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA	33
3.1 MERCADO OTC	33
3.2 MERCADO ORGANIZADO	34

3.2.1 Bolsa Nacional Agropecuaria	34
3.2.2 Bolsa de Valores de Colombia	36
3.2.3 Bolsa de energía	37
CAPITULO IV	
CONTEXTUALIZACION JURIDICA DE LAS OPERACIONES CON DERIVADOS EN COLOMBIA	38
4.1 OBJETO JURIDICO Y MATERIAL DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS	38
4.2 CAUSA DEL CONTRATO DE DERIVADOS	39
4.3 EL PRECIO	39
4.4 PARTES DEL CONTRATO DE DERIVADOS	40
4.4.1 Sujetos autorizados para obtener cobertura	40
4.4.2 Sujetos autorizados para proveer cobertura	40
4.5 CARACTERISTICAS COMUNES DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS	41
4.5.1 Solemnidad	41
4.5.2 Bilateralidad	42
4.5.3 Onerosidad	43
4.5.4 Aleatoriedad	43
4.5.5 Libre discusión y adhesión	44
4.5.6 Ejecución instantánea y tracto sucesivo	45
4.5.7 Tipicidad	47
4.6 CARACTERISTICAS ESPECIALES DE CADA CONTRATO	51
4.6.1 CONTRATO FORWARD	51
4.6.1.1 Derechos y obligaciones de las partes	52
4.6.1.2 Formas de cumplimiento	54
4.6.2 CONTRATO DE FUTUROS	55
4.6.2.1 Naturaleza jurídica del futuro	58
4.6.2.2 Derechos y obligaciones de las partes	60

4.6.2.3 Formas de cumplimiento	62
4.6.3 CONTRATO DE OPCION	63
4.6.3.1 Derechos y obligaciones	65
4.6.3.2 Formas de cumplimiento	66
4.6.4 CONTRATO SWAP	67
4.6.4.1 Derechos y obligaciones	67
4.6.4.2 Formas de cumplimiento	68
4.7 INCUMPLIMIENTO Y TERMINACION DE LOS CONTRATOS	69
4.7.1 CAUSALES DE INCUMPLIMIENTO	69
4.7.2 CAUSALES DE TERMINACION	69
 ANEXO	
CONTRATO ISDA	71
5.1 DOCUMENTACION ISDA	72
5.1.1 Acuerdo marco propiamente tal	73
5.1.1.1 Objeto	73
5.1.1.2 Obligaciones	73
5.1.1.3 Supuestos de incumplimiento y terminación	75
5.1.1.4 Eventos de terminación	77
5.1.1.5 Efectos de la terminación	78
5.1.2 Acuerdo específico o itinerario	79
5.1.3 Documento de apoyo crediticio	79
5.1.4 Carta de confirmación	79
5.1.5 Definiciones	80
5.1.6 Responsabilidad	80
 CONCLUSIONES	82
 BIBLIOGRAFIA	83

GLOSARIO

ACTIVO SUBYACENTE: es un bien o índice de referencia, objeto de un contrato de derivados.

ADR (American Depositary Receipt): es un título físico que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, para poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado. De esta forma, el mecanismo de ADR permite a una empresa nacional emitir acciones directamente en la bolsa extranjera. Las acciones subyacentes al ADR se llaman ADS, sigla en inglés de *American Depositary Share*.

ARBITRAJE: Es la posición que combina la compra de un contrato de derivados que se considera subvalorado, y la venta de otro, considerado sobrevalorado, vinculado a dos activos subyacentes relacionados. Se busca obtener un beneficio libre de riesgo.

BOLSA DE VALORES: Establecimiento público o privado donde personas calificadas realizan operaciones de compraventa de títulos valores o valores, por orden de sus clientes. Es un mercado centralizado y regulado.

BONOS SOBERANOS: Término utilizado para los bonos emitidos por el gobierno de cualquier país. Son títulos de deuda, de renta fija o variable, emitidos con el objetivo de obtener fondos directamente de los mercados financieros. El emisor se compromete a devolver el capital principal junto con los intereses.

CALIFICADORAS DE RIESGO: Sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo, es la calificación de riesgo de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y las actividades complementarias a dicho objeto que sean autorizadas por la Superintendencia Financiera.

CAMARA DE COMPENSACION: Órgano legalmente constituido para garantizar la celebración y cumplimiento de los contratos de futuros y otros derivados.

COMMODITIES: Palabra proveniente del inglés que se utiliza para nombrar al conjunto de mercaderías o productos básico como metales, productos agrícolas, café, oro, petróleo.

CONTRATOS ESTANDARIZADOS; son contratos modelo que contienen unas pautas generales preestablecidas que servirán de base para la estructuración de operaciones en un mercado determinado.

CUMPLIMIENTO FINANCIERO (NON DELIVERY): Son operaciones de derivados que se liquidan entre las partes a través de la entrega de la diferencia entre la tasa pactada y el índice de referencia acordado, multiplicado por el valor nominal de la operación

CUMPLIMIENTO EFECTIVO (DELIVERY): Son operaciones de derivados en las cuales al momento de la liquidación las partes hacen la entrega física del subyacente.

DCV: (DEPÓSITO CENTRAL DE VALORES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA):

Puede administrar títulos valores que emita, garantice o administre el Banco de la República y los títulos valores que constituyan inversiones forzosas o sustitutivas de encaje a cargo de sociedades

DECEVAL (Depósito Centralizado de Valores de Colombia Deceval S.A): es una entidad que recibe en depósito los títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para administrarlos mediante un sistema computarizado de alta seguridad eliminando el riesgo de su manejo físico en transferencias, registros, pagos de intereses. En el depósito se inmovilizan los títulos en bodegas de alta seguridad lo que permite su manejo desmaterializado, a través de registros electrónicos.

DIVISA: Medio de cambio cifrado en una moneda distinta a la nacional o doméstica.

DTF: Es un indicador que recoge el promedio semanal de la tasa de captación de los certificados de depósito a término (CDT's) a 90 días de los bancos, corporaciones financieras, de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial y es calculado por el Banco de la República. Hay también para 180 y 360 días.

EMISIÓN: Conjunto de valores que una empresa o institución pone en circulación para captar dinero. En el caso de las sociedades anónimas (públicas o privadas), la emisión puede ser de renta fija (bonos) o de renta variable (las acciones).

ENTIDADES FINANCIERAS DE PRIMER NIVEL: Con base en lo establecido en el Decreto 2159 de 1998, son entidades de Primer Nivel aquellas que ejercen la

actividad financiera o las que, mediante acto administrativo, la Superintendencia de Economía Solidaria haya ubicado a dicho nivel.

FRAS (forward rate agreement): Son una clase de forward sobre tipos de interés futuros. Nacieron para ofrecer protección contra las oscilaciones en los tipos de interés futuros especialmente las que se realizan dentro del mercado interbancario. Se incluyen dentro de los derivados OTC sobre tipos de interés.

INDICE: Es un factor de referencia que sirve como parámetro para efectuar una liquidación de una Operaciones con Derivados, como DTF, TRM, LIBOR.

LIBOR (London Interbank Offer Rate): Es la tasa de interés ofrecida por los bancos para depósitos en dólares en el mercado Londinense. Estas tasas son lo que genéricamente se conoce como tasa interbancaria. Usualmente se utiliza ésta como base para los préstamos en dólares.

MERCADO OTC (Over the Counter): hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados como las bolsas de valores o los sistemas transaccionales.

MERCADO SPOT: Es el mercado en que la entrega y pago del bien negociado, se efectúan al momento de la concertación. El precio al cual se negocian los distintos bienes se conoce como precio Spot o de contado.

NETEO (NETTING): Es un mecanismo de compensación como el que se regula en el Código Civil.

OPCION CALL: Es el contrato conforme el cual el comprador de la opción tiene la potestad de comprar un activo subyacente en la fecha y el precio pactado.

OPCION PUT: Es el contrato conforme el cual el comprador de la opción tiene la potestad de vender el activo subyacente en la fecha y al precio pactado.

OPERACIONES CON DERIVADOS: son contratos financieros que pueden celebrarse para comprar o vender subyacentes en un futuro, por periodos de más de tres días, tales como dólares o títulos, tasa de interés o índices bursátiles. Las obligaciones asumidas mediante estas operaciones pueden cumplirse mediante el mecanismo del neteo o mediante la entrega del subyacente

POSICION CORTA: Es la que genera un beneficio neto por disminución del precio de los activos.

POSICION LARGA: Es la que genera un beneficio neto por aumento del precio de los activos.

REPOS: son aquellas operaciones 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. En la ley colombiana, los repos se definen de la misma forma que las simultáneas y las transferencias temporales de valores.

SARLAFT (Sistema de administración de riesgos de lavado de activos y de la financiación del terrorismo): Sistema de administración del riesgo de activos en el cual se plantean unas políticas dirigidas en especial a las entidades financieras

para prevenir el lavado de activos y la financiación del terrorismo detectarlo y reportarlo, oportuna eficiente y eficazmente.

SUBYACENTE: Es el activo, tasa o índice de referencia sobre el cual se realizan las operaciones con derivados. Estos son: tasa de interés, dólares o tasa de cambio peso-dólar, índices bursátiles, títulos.

TASA DE CAMBIO: Relación entre el precio de dos monedas determinado por la oferta y la demanda de éstas. En otras palabras, es lo que debe pagarse en una moneda para adquirir otra moneda.

TASA DE INTERES: Es la renta que causa una operación de depósito de dinero, en cierto plazo, y que se expresa porcentualmente respecto al capital que lo produce.

TES: Son títulos de deuda pública emitidos por el Banco de la República.

TBS (Tasa Básica de la Superintendencia Bancaria): Corresponde a la divulgación diaria del espectro de tasas de interés de las nuevas operaciones de captación de recursos, a través de CDT (Certificados de Depósito a Término) y CDAT(Certificados de Depósitos de Ahorro a Término), que los diferentes establecimientos de crédito autorizados desarrollan en su intermediación cotidiana. Las tasas están expresadas en términos efectivos anuales. Esta información se constituye en el insumo básico para el cálculo de la DTF que certifica semanalmente el Banco de la República.

TRM (Tasa representativa del mercado): Esta corresponde al promedio de compra y venta de una divisa el día anterior en el mercado interbancario.

TITULOS VALORES DESMATERIALIZADOS: Son títulos valores cuya custodia, conservación y administración, se da a través de base de datos electrónicas. Las instituciones encargadas de manejar estas bases de datos electrónicas son denominadas en algunos países latinoamericanos Depósitos centralizados de valores. El tratamiento de estos papeles como títulos valores es discutido en la doctrina.

INTRODUCCION

El importante aumento en el uso de los contratos de derivados en Colombia¹ y el mundo, además de la dificultad que puede traer su comprensión, nos ha llevado a escribir el presente trabajo, con el fin de darle a el lector una perspectiva general sobre el funcionamiento de estos instrumentos financieros, su regulación en Colombia² y la forma como éstos se han venido contratando a nivel internacional.

En nuestro país la mayoría de las operaciones con derivados se perfeccionan mediante contratos marco que se copian de otros países, los cuales muchas veces, pueden no adaptarse a las necesidades de las partes. En este sentido es de gran importancia que los abogados colombianos conozcan del tema y comprendan los elementos esenciales de este tipo de contratos, para darles el alcance jurídico deseado por las partes, además de garantizar su validez y cumplimiento.

El principal objetivo del trabajo es lograr entender el manejo de estas operaciones, a partir de una visión que va más allá de su carácter financiero; es adentrarnos en el ámbito jurídico y tratar de comprender cómo es el perfeccionamiento de los contratos con derivados, cuál es su objeto, quiénes son las partes que intervienen en su celebración, los derechos y obligaciones de éstas, condiciones para la

¹ En Colombia, los derivados financieros han empezado a tener un papel en la cobertura de los riesgos cambiarios a los cuales se han visto enfrentados los empresarios. La revaluación del peso colombiano frente al dólar ha tenido diversas consecuencias en el sector empresaria exportador entre ellas la disminución de sus ingresos.

² Se espera que en el segundo semestre del 2008 empiece a funcionar en Colombia un Mercado de Derivados organizado, para lo cual ya se han dado los primeros pasos para la creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

entrega, maneras de cumplimiento, entre otros aspectos que deben estar regulados en estos acuerdos.

Así, una vez desarrollado el panorama de la estructura financiera de las operaciones, su utilidad y la regulación nacional, daremos una mirada rápida al contrato marco ISDA, uno de los más importantes a nivel mundial, lo cual nos permitirá comprender mejor cómo se normalizan estas operaciones entre los distintos agentes económicos que las utilizan.

CAPITULO 1

PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS

Antes de abordar en el tema de los derivados financieros, daremos una mirada rápida sobre la definición y la estructura básica del sistema financiero, para comprender mejor el contexto en que ellos se ubican.

El sistema financiero es un conjunto de mecanismos a disposición de una economía, para cumplir una función básica de asignar y transferir recursos del ahorro a la inversión.

El sistema financiero se puede dividir en dos mercados³ uno intermediado y otro no intermediado. En el mercado intermediado la transferencia del ahorro a la inversión se hace a través de intermediarios como bancos, corporaciones financieras y fondos mutuos. El mercado no intermediado o de capitales, es aquel en donde la transferencia del ahorro a la inversión se hace directamente a través de distintos instrumentos, los cuales se pueden clasificar en cuatro grupos: instrumentos de renta fija (bonos, papeles comerciales), de renta variable (acciones), derivados y otros productos que son el resultado de distintas combinaciones de éstos.

³Samuelson, sostiene que el mercado es un “mecanismo en el que los compradores y los vendedores determinan conjuntamente los precios y las cantidades de las mercancías.” Los bienes de capital se caracterizan por su potencialidad de producir más y mejores bienes en el futuro, sacrificando en alguna medida, el consumo presente. La economía encuentra por tanto en bienes de capital su posibilidad de crecer en el tiempo y eso es algo que se valora y cuantifica. SAMUELSON, Paul., Microeconomía. Editorial. Macgraw Hill, Edición 17, 2002. Pág. 145

1.1 MERCADO DE CAPITALES

El mercado de Capitales es el escenario en el cual se realiza la transferencia de recursos financieros con la intervención de entidades especializadas entre los oferentes y los demandantes. La función básica de este mercado es asignar y distribuir recursos que se encuentran a disposición de una economía, asociada con el proceso de transferencia del ahorro a inversión.

El mercado de capitales permite que se consoliden los recursos de los ahorradores y ofrece diferentes⁴ alternativas de inversión a largo y corto plazo que permiten de esta manera la reducción de riesgos y la diversificación de portafolios. Es un mercado que utiliza economías de escala⁵ para reducir los costos de transacción en la movilización de los recursos. Todo esto se logra a través del intercambio de información entre los agentes del mercado que facilita la toma de decisiones y el seguimiento de las variables del mercado. Dentro del mercado de capitales encontramos varias sub-clasificaciones de las cuales hablaremos a continuación.

1.1.1 Mercado de Valores

El mercado de valores es el segmento del mercado de capitales que moviliza los recursos de mediano y largo plazo desde aquellos sectores que tienen liquidez (ahorradores o inversionistas) hacia las actividades productivas como las empresas, el sector financiero, y el gobierno, mediante la compraventa de títulos valores o valores. De esta manera el mercado de valores se constituye en una fuente de financiación para las empresas u otros emisores y una opción de rentabilidad para los inversionistas.

⁴ El mercado de capitales ofrece diferentes alternativas de inversión, tales como, títulos de renta fija y renta variable.

⁵ La economía de escala se refiere al poder que tiene una empresa cuando alcanza un nivel óptimo de producción para ir produciendo más a menor costo, es decir a medida que la producción en una empresa crece, sus costos por unidad producida se reducen. Cuanto más produce, menos le cuesta producir una unidad.

Este mercado se encuentra conformado por la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los títulos valores que se encuentran en oferta pública, y que otorgan a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercadería⁶.

1.1.2 Mercado de derivados

Es aquel conformado por instrumentos financieros, donde las operaciones no se perfeccionan en el momento del acuerdo, sino en el futuro y tienen como finalidad salvaguardar los derechos de las partes, establecer condiciones equitativas para la operación del mercado y facilitar la cobertura tanto de sus riesgos particulares como los generales del mercado⁷. Dentro del mercado de derivados encontramos una variedad de instrumentos como los forwards, futuros, swaps y las opciones, además de otros instrumentos exóticos que son el resultado de una mezcla de los anteriores.

1.1.3 Mercado de Renta Fija

Este se constituye por instrumentos representativos de deuda como los bonos o las obligaciones negociables; en otras palabras éstos son títulos de crédito con un

⁶ Artículo 3 Ley 964 de 2005. “Serán actividades del mercado de valores: a) La emisión y la oferta de valores; b) La intermediación de valores; c) La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales; d) El depósito y la administración de valores; e) La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados; f) La compensación y liquidación de valores; g) La calificación de riesgos; h) La autorregulación a que se refiere la presente ley; i) El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma; j) Las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.”

⁷ Las operaciones de derivados no sólo se utilizan para la cobertura de riesgos, estas pueden tener otras finalidades como el arbitraje y la especulación, conceptos estos que se explicaran mas adelante.

plazo de redención determinado, emitidos por gobiernos o empresas para colocar en el mercado.

1.2 MERCADO DE DIVISAS O CAMBIARIO

Es aquel en el que se intercambia divisas y se determinan las tasas de cambio de las mismas al contado, sea para cubrir las operaciones comerciales o para fines especulativos de financiación. Estas operaciones buscan reducir la incertidumbre cambiaria y financiera causada por la volatilidad de los flujos de capital que están influenciados por la oferta y la demanda de las divisas. Dentro del mercado de divisas encontramos a) Operaciones Spot⁸ que se dan cuando la entrega de las divisas se da en un plazo máximo de dos días, el precio resultante de la operación es el del tipo de cambio diario y con el que se calcula el valor de la tasa representativa del mercado⁹. b) Operaciones a plazo o forward que son aquellas en las que el plazo para la entrega de la divisa es superior a dos días hábiles, fijándose previamente el tipo de cambio de la operación. Los forward hacen parte del mercado de derivados pero se hace mención de éstos en el mercado cambiario porque el subyacente del cual derivan su valor son las divisas.

1.3 MERCADO MONETARIO

Este mercado se caracteriza por versar sobre instrumentos financieros a corto plazo, a través de los cuales se transfieren en propiedad recursos o valores negociables (títulos) con fines de liquidez. Dentro de este tipo de operaciones se

⁸ En general cuando una operación tiene cumplimiento $t + 0$ se denomina “Spot”, cumplimiento $t + 1$ “Next Day” al otro día y cumplimiento $t + 2$ “48 horas”, términos que son empleados para definir el día en que se debe cumplir las obligaciones de los contratos. El termino “t” se refiere al día en que se llevo a cabo la transacción y los números, al numero de días siguientes en los cuales se debe perfeccionar la transacción.

⁹ TRM, tasa representativa del mercado, corresponde al promedio de compra y venta de la divisa el día anterior.

encuentran los Repos¹⁰ y las Simultáneas¹¹. Es un mercado de operaciones de venta con pacto de retroventa, en las cuales se cobra una tasa de interés que determina la ganancia de una de las partes.

¹⁰ Pactos de recompra, de reventa o de reporto son operaciones en las cuales un agente presta o recibe fondos en pesos a corto plazo de instituciones financieras o no financieras, a cambio de una remuneración que se traduce en el pago de intereses, en la cual se da como garantía el título transferido.

¹¹ Actualmente los repos y las simultaneas se encuentran regulados en el decreto 4432 de 2006.

CAPITULO 2

PRODUCTOS DERIVADOS

“Los principales objetivos de un inversionista son minimizar sus riesgos y maximizar sus ingresos.”

En las recientes décadas los mercados financieros, han estado marcados por una gran volatilidad. Las tasas de cambio, tasa de interés y los precios de los commodities continúan experimentando movimientos abruptos e inesperados, lo que ha llevado a los empresarios a ser más conscientes sobre la manera en que deben contrarrestar su exposición constante a estos riesgos¹². Como consecuencia de esto la Gestión del Riesgo -proceso que se utiliza para controlar la volatilidad de los precios- se ha convertido en un tema de importancia para las empresas. Es allí entonces donde entran en escena los derivados, contratos financieros que se han originado con el fin de minimizar riesgos¹³ como el de

¹² KENDALL, Backstrand. Harvard Business School. Notes for Class discussion. Marzo 4, 1997.pg 1-15.

¹³ El riesgo es una amenaza, posibilidad de pérdida, o peligro de un daño a la cual se ve enfrentada una entidad, por un evento relacionado con sus actividades que puede afectar su desempeño y rentabilidad financiera. Los riesgos pueden clasificarse en: i) Riesgo del Mercado: Es la amenaza de pérdida de dinero por las variaciones imprevistas de los precios de los activos en el mercado. Este incluye el *Riesgo de Cambio* originado en las fluctuaciones del valor de las monedas, el cual se presenta cuando se da la devaluación de una moneda frente a otra, lo cual puede dar como resultado que las deudas resulten impagables por los deudores si su actividad económica genera ingresos en moneda nacional y el crédito lo tienen en moneda extranjera. ii).Riesgo de crédito: Es el peligro que asume una entidad derivado del posible incumplimiento de sus deudores o contrapartes, ya sea porque incumplen totalmente sus obligaciones o cumplan imperfectamente los términos acordados en el contrato. iii) Riesgo de liquidez: Es aquel riesgo que se presenta cuando la entidad carece recursos líquidos para cubrir sus obligaciones inmediatas, y tiene que recurrir a la venta de activos para poder hacerlo, lo cual en muchos casos implica pérdidas, y puede llevar hasta la insolvencia. iv) Riesgo operacional: Es el riesgo de generar una pérdida por fallas o deficiencias en los sistemas de información, en el sistema de control interno o por error de procesamiento en las operaciones. v) Riesgo país: Es el riesgo específico que tiene un país para las inversiones extranjeras, de acuerdo a sus condiciones económicas, políticas, sociales, culturales y geográficas. vi) Riesgo legal o jurídico: Es la probabilidad de incurrir en pérdidas por no poder forzar el cumplimiento total o parcial de un contrato o la imposibilidad de adaptarse a los cambios legales o a las normas de un país.

mercado, el riesgo de liquidez o el riesgo país¹⁴. Así, mientras hay una mayor disponibilidad de estos instrumentos en el mercado, su aplicación se extiende de un uso tradicional de Gestión del Riesgo a un uso especulativo en el cual se busca obtener grandes rentabilidades. En ambos casos los derivados han probado ser herramientas muy útiles de gestión financiera.

“Derivados” es el nombre genérico otorgado a estos instrumentos o contratos celebrados entre dos partes cuyo valor proviene o se “deriva” del valor de un subyacente. Entre los subyacentes más comunes se encuentran las tasas de interés, las tasa de intercambio de divisas, los commodities, las acciones, los índices accionarios, los bonos y los índices de bonos, aunque esto no significa que sean los únicos. Los derivados podrán llegar a depender de distintas variables, desde el precio de unos cerdos hasta la cantidad de nieve que llegue a caer en un campo de esquiadores “llamado resort” para esquiadores¹⁵.

Los derivados más comunes son las opciones, los contratos forward, los contratos de futuros y los contratos swap.

Estos instrumentos se crean y negocian en dos mercados, un *mercado organizado* a nivel nacional e internacional y un mercado internacional conformado por una red de usuarios cuyas transacciones se dan de manera privada y son conocidas como *operaciones sobre el mostrador* (en inglés “OTC” over the counter)¹⁶. Además de diferenciar los mercados en que los derivados se negocian es importante resaltar las diferentes formas de cumplimiento que existen para las operaciones, las cuales pueden ser de *cumplimiento financiero* (“non-delivery”) o de *cumplimiento efectivo* (“delivery”) a elección del contratante. En las operaciones de cumplimiento financiero en el momento de la liquidación de la operación las

¹⁴ Véase, Carlos Fradique Méndez. Brigard & Urrutia. Presentación. Derivados. Bogotá 21 de Octubre 2005.

¹⁵ En este caso el subyacente recaería sobre la variación del clima la cual podría afectar o no los ingresos del campo de esquiadores.

¹⁶ Más adelante explicaremos cada uno de los mercados y nos concentraremos en el mercado sobre el mostrador y su regulación contractual.

partes entregan la diferencia entre la tasa pactada y el índice de referencia acordado, multiplicado por el valor nominal de la operación, mientras que en las operaciones de cumplimiento efectivo las partes hacen la entrega física del subyacente.

El contrato de derivados no tiene un valor determinado en principio, ya que éste depende del valor del subyacente al momento de la liquidación. Por ejemplo, un derivado de una divisa derivará su valor del precio de dicha divisa, o un derivado de café derivará su valor del precio del grano al momento del cierre de la operación. Si el activo subyacente del derivado recae sobre un producto básico como por ejemplo café, trigo o acero, el derivado es conocido como un *derivado de productos básicos o commodities* y si el activo subyacente se refiere a activos financieros tales como instrumentos de deuda, divisas, acciones, tasas de interés, o bonos, el derivado es conocido como un *derivado financiero*.

A continuación realizaremos una breve explicación y definición de los derivados básicos existentes en el mercado, también llamados “Plain Vanilla”¹⁷.

2.1. FORWARD

El contrato forward es el más simple de todos. Es el resultado del acuerdo celebrado entre dos agentes, de vender o comprar un activo en una fecha futura a un precio determinado. Este suele contrastarse con un contrato *spot*, en el cual se acuerda comprar o vender un activo hoy¹⁸. En otras palabras un forward no es más que un contrato de compraventa con cumplimiento a plazo, en el cual una de las partes contractuales asume una *posición larga* y acepta comprar un activo en una fecha futura por un precio establecido, mientras que la otra parte asume una *posición corta* y acepta vender el mismo activo en la misma fecha por el mismo

¹⁷ Plain Vanilla: expresión utilizada en el mundo financiero para referirse a las operaciones básicas, las cuales se asimilan al helado de vainilla, por ser el más sencillo.

¹⁸ HULL, Jhon C. Options Futures and Other Derivatives. Fifth Edition. Prentice Hall. 2003. Pág. 2.

valor. Los contratos forward son negociados en el mercado mostrador, entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y uno de sus clientes.

Las operaciones de forward más comunes son las que recaen sobre divisas¹⁹ pero como hemos venido explicando estas operaciones podrán recaer sobre el valor de diversos activos subyacentes.

Ejemplo:

En julio 3 de 2008 el Precio Spot y forward para la tasa de cambio de COP/USD; USD= Dólares Americanos, COP=Pesos Colombianos; corresponde al numero de COP por USD.

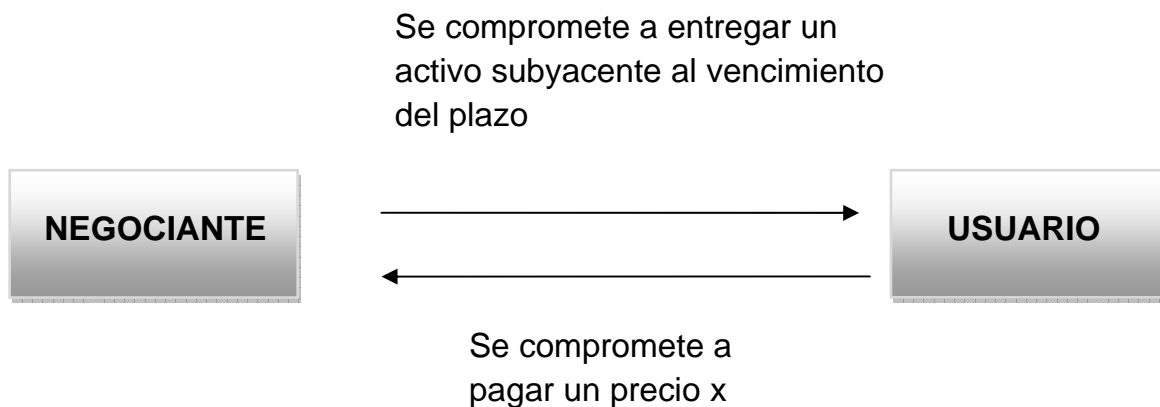
Un Banco esta dispuesto a comprar USD en el mercado spot a una tasa de COP \$ 1,800 por USD y vender en el mercado spot a una tasa de COP \$ 1.820 por USD. El Banco también estará dispuesto a comprar USD en 1, 2 y 6 meses a COP \$1.850, \$1.870, \$1.890 por USD respectivamente y a vender USD en 1, 2 y 6 meses a COP \$1.860, \$1.880 y \$1.900 COP por USD respectivamente.

Primer Momento. Ahora supongamos que en julio 3 la tesorería de una empresa sabe que la empresa debe pagar 1 millón de USD en seis meses (diciembre 3,2008) y quiere cubrirse sobre las fluctuaciones del valor del USD frente al COP. De acuerdo con lo anterior la empresa podrá acordar con el Banco comprar 1 millón de USD a una tasa de cambio de \$1.900. La empresa tendrá entonces una posición larga en USD, ha acordado comprar un 1 millón de USD al Banco por COP \$1.900.000.000 millones de pesos. Y el Banco tendrá una posición corta en

¹⁹ La Circular 14 de 1998 de la Superintendencia Bancaria regula los forward sobre una tasa de mercado peso/dólar, dólar/otra divisa, dólar/peso, tasas de interés y títulos de renta fija.

un contrato de forward sobre USD, ha acordado vender en (diciembre 3, 2008) \$ 1 millón de USD. Ahora ambas partes han realizado un contrato que los obliga.

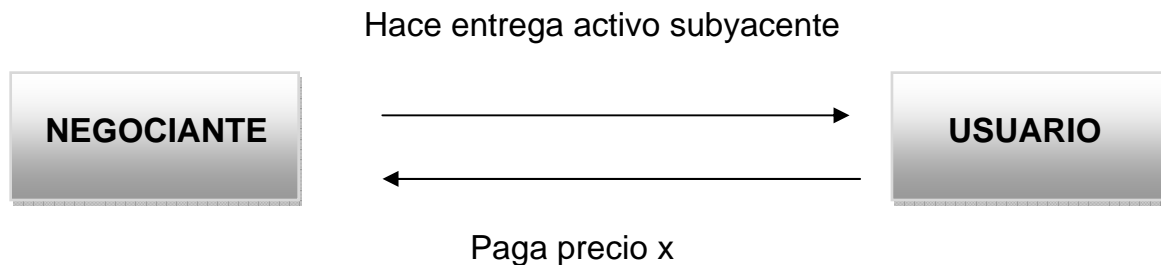
Celebración del Contrato



Segundo Momento. Ahora consideremos la posición de empresa en el futuro, bajo distintas circunstancias. Si el precio spot USD a los seis meses subió a \$2,000 pesos la empresa se ahorraría \$100 pesos por cada USD (= \$2.000 - \$ 1.900) en total \$100.000.000 millones de pesos en la compra de los USD. Lo que permitiría a la empresa comprar 1 millón de USD a 1.900 y no a \$ 2.000. Que sería el precio del mercado.

Ahora bien, si el precio spot de los USD cae a los 6 meses a \$1.800 pesos, el contrato forward tendría un valor negativo para la empresa de \$ 100.000 millones de pesos -que sería el sobre costo que esta tendría que pagar por la compra de los USD que se conseguirían a \$1.800 pesos en el mercado- de esta forma es que la empresa logra cubrir la fluctuaciones de la tasa de cambio en el tiempo.

Vencimiento del Plazo



2.2. FUTUROS

Paralelo a los forward existen los *futuros*, los cuales también son contratos de compraventa con cumplimiento a plazo. Como los forward, los futuros son acuerdos entre dos partes para vender o comprar un activo subyacente en una fecha futura a un precio determinado. Sin embargo, éstos se diferencian de los forward porque únicamente operan en mercados organizados como las bolsas de valores y bolsas de futuros y opciones²⁰. Para lograr el intercambio de futuros las bolsas estandarizan las características de los contratos, lo que les permite realizar *emisiones en masa*. La estandarización de los contratos implica que todos los contratos contengan los mismos términos respecto a la calidad del activo subyacente, la cantidad del mismo y la fecha de cumplimiento de las obligaciones contractuales.

²⁰ En Colombia, los futuros más representativos del mercado son las operaciones de cumplimiento financiero (OPCF) que ofrece la Bolsa de Valores de Colombia.

Generalmente los futuros recaen sobre commodities como cerdos o azúcar. No obstante, podrán celebrarse sobre otros subyacentes como índices bursátiles, tasas de cambio, bonos del tesoro entre otros²¹.

En un mercado organizado como en el que se transan los futuros, las distintas puntas de los negocios no se conocen ya sea porque la operación tiene una parte opuesta que la cubre o porque es la bolsa misma quien se encarga de cubrir su posición. De acuerdo con esto la Bolsa misma es la encargada de que los contratos sean honrados. Esto se logra mediante una *Cámara de Compensación* que es la contraparte del inversionista en el contrato. Las operaciones a través de la cámara permiten reducir el riesgo de crédito en la operación, como explicaremos más adelante.

Las cámaras de compensación o *cámaras de riesgo central de contraparte* como las denomina la ley 964 de 2005 en el artículo noveno, son sociedades constituidas con el fin de garantizarle a los inversionistas el cumplimiento de las obligaciones asumidas al momento de celebrar un contrato de derivados. Las cámaras de compensación funcionan con márgenes de garantía²², los cuales son un depósito obligatorio que debe hacer el inversionista sobre el valor del futuro que se obligó a adquirir con el fin de garantizar el cumplimiento de sus obligaciones, y de esta manera se logra disminuir el riesgo de crédito de las operaciones. Estos depósitos por lo general son entre el 4% y 16% sobre el precio del cierre del futuro en la ronda bursátil. El valor económico del futuro corresponderá a la última transacción realizada en el mercado²³. De esta manera, si el mercado desfavorece la posición del inversionista la cámara requerirá que éste aumente el monto de su depósito y si, por el contrario el mercado le favorece

²¹ Los Principales futuros financieros negociados en Estados Unidos incluyen aquellos sobre tasas de interés (Eurodólares, Bonos del Tesoro, Notas, Bonos, índices de Bonos Municipales), índices bursátiles (S&P 500, NYSE, Índices de Líneas de Valores), divisas (Dólares Americanos, Dólares Canadienses, Libras, Yen, Dólar Australiano).

²² El Sistema de márgenes de garantía se encuentra regulado en Colombia en la Resolución 1264 de 1996 de la Superintendencia de Valores.

éste podrá hacer un retiro de su depósito hasta completar el valor del margen establecido para dicho futuro.

Los mercados más importantes de futuros son el Chicago Board of Trade (CBOT) y Chicago Mercantile Exchange (CME) en Estados Unidos y en Europa el London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). Otras bolsas importantes son la Bolsa de Mercaderías y futuros en Sao Paulo, la Tokyo International Futures and Exchange (TIFFE), La Singapore International Monetary Exchange (Simex) y Sidney Futures and Exchange (SFE). También se han empezado a crear nuevos mercados de futuros en China, país que se viene posicionando como potencia económica y recientemente abrió la Bolsa de Futuros Financieros de China (CFFEX) la cual fue inaugurada en septiembre del 2006²⁴.

2.3. OPCIONES

Una opción es un contrato que le da a su tenedor la potestad de comprar o vender una cantidad específica de un activo a un precio y en una fecha futura determinada. En esta operación, el suscriptor de la opción tiene la potestad de comprar o vender el activo en la fecha en que las partes hayan acordado, mientras que el vendedor de la opción, esta sujeto al ejercicio de la potestad de vender o comprar el activo subyacente en la fecha futura – esto dependiendo del tipo de opción, put o call de acuerdo a lo acordado con el comprador.

Las opciones son negociadas tanto en las Bolsas de Futuros y Opciones, como en el mercado conocido como sobre el mostrador. Existen dos tipos de opciones, *opciones call* o de compra en las cuales el comprador o inversionista tiene la

²⁴ HOLGUIN, Felipe. Revista Poder. El Inversionista 21 de Octubre de 2006.

potestad²⁵ de comprar el activo subyacente en una fecha determinada a un precio ya pactado. Y opciones *put* en las cuales el comprador de la opción tiene la potestad de vender el activo subyacente en la fecha y al precio pactado. El precio pactado se conoce como precio de ejercicio (“*exercise price* o *strike price*”).

Es importante diferenciar las opciones de los futuros y los forward, pues en las dos últimas el comprador está obligado a comprar el activo subyacente al precio y en la fecha pactada, mientras en las opciones el comprador no tiene la obligación de ejercer la opción²⁶. En otras palabras, una parte (vendedor de la opción) le vende a la otra la opción de comprarle o venderle (opción *put /call*) un activo subyacente a un precio acordado; mientras la otra parte (comprador de la opción) que compra la opción tendrá la posibilidad de ejercer o no la opción es decir, comprar o vender el activo según el sea el caso. Sin embargo, si existe un costo inicial para la compra de la opción. Este costo es conocido como la *prima* o (“*Premium*”) el cual se constituye en la contraprestación que el vendedor recibe en virtud del riesgo que asumió²⁷, mientras no cuesta nada entrar en un forward o un futuro,.

Existen dos clases de opciones que hacen referencia a la manera en que se ha acostumbrado realizar las operaciones en los distintos mercados: las *européas* y las *americanas*. Mientras en las opciones europeas el comprador sólo las puede ejercer en la fecha de su expiración (“*maturity date*”), en las Americanas el comprador las puede ejercer en cualquier momento hasta su fecha de expiración. La mayoría de las opciones que se negocian en los mercados son americanas²⁸.

Ejemplo: (Opción Europea)

²⁵ De acuerdo a las categorías jurídicas de Hohfeld, la potestad es la posibilidad que tiene una persona de introducir un cambio en una relación jurídica y cuyo correlativo es la sujeción. Véase HOHFELD. Wesley. Conceptos jurídicos fundamentales. Editorial Biblioteca de Ética, filosofía del derecho y política. México DF. 1997. Págs. 67-68

²⁶ Análisis que parece interesante desde el punto de vista Jurídico a luz de las categorías Jurídicas de Hofhel: Derecho / Obligación –Potestad/ Sujeción. Véase Conceptos Jurídicos Fundamentales.

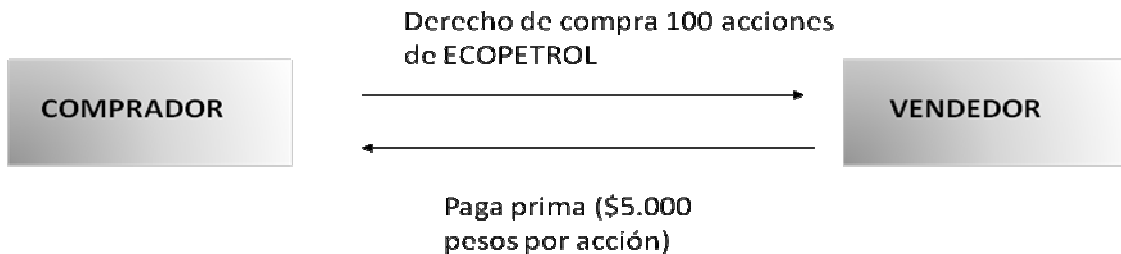
²⁷ La posibilidad de que el comprador le ejerza o no la opción dependiendo de las condiciones del Mercado.

²⁸ HULL, Jhon C. Options Futures and Other Derivatives. Fifth Edition Prentice Hall, 2003. Pag.6.

Primer Momento.

Celebración del Contrato.

Un inversionista adquiere una opción *call* para la compra de 100 acciones de una Empresa X por un precio de ejercicio de \$ 20.000 mil pesos la acción para una fecha de expiración de cuatro meses. Supongamos que el valor actual de la acción es de \$ 18.000 mil pesos y el precio de la prima por la compra de cada una de las acciones es de \$ 1.000 mil pesos para un total de \$ 100.000 mil pesos de inversión inicial.

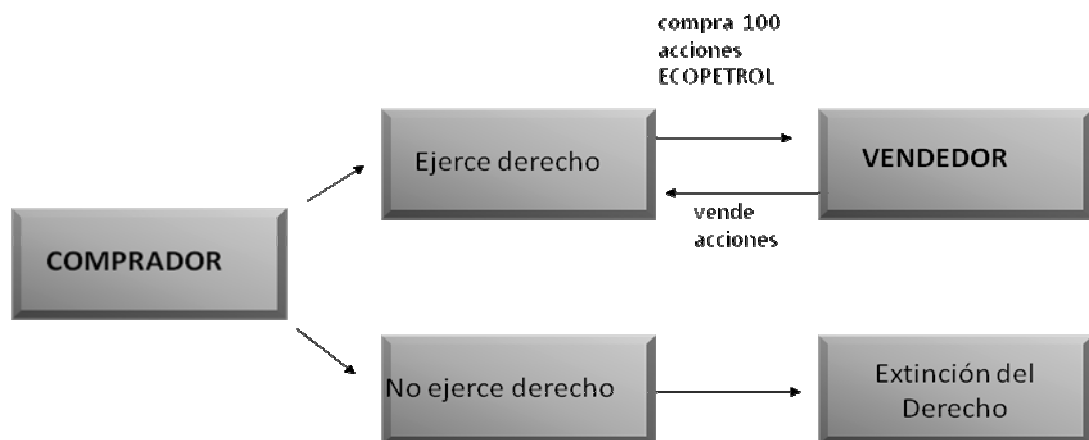


Segundo Momento.

Cuatro meses después de la celebración del contrato.

Si el precio de la acción en la fecha de expiración es menor a los \$ 20.000 mil pesos de la opción el inversionista claramente no ejercerá la opción y perderá su inversión inicial. No tendría sentido comprar acciones a \$ 20.000 mil pesos cuando en el mercado estas se están transando por \$ 18.000 mil pesos.

Pero si el precio de la acción en el mercado es de \$ 35.000 mil pesos, al ejercer la opción el inversionista estaría comprando 100 acciones a \$ 20.000 mil pesos. Ahora bien si las acciones son vendidas inmediatamente el inversionista tendrá una ganancia de \$ 15.000 mil pesos por acción o de \$ 1'500,000 pesos en total. Ahora bien al tener en cuenta la inversión inicial de la prima de \$100.000 mil pesos el inversionista tendrá una utilidad neta de \$ 1'400.000 de pesos.



2.4. SWAPS:

Un swap es un contrato para el intercambio futuro de un activo por otro, una deuda por otra, o de un flujo de efectivo por otro²⁹. En otras palabras, el swap es una permuta financiera que se diferencia de los forward y de los futuros por sus *múltiples fechas futuras de intercambio o cumplimiento*.

Los swaps más comunes recaen sobre divisas, en los cuales un flujo de efectivo en determinada divisa es intercambiado por otros flujos en una divisa distinta, en fechas previamente determinadas; swaps de moneda llamado en ingles “*currency swaps*”. También existen swaps de tasas de interés llamados en ingles “*interest rate swaps*”, en los cuales un número de pagos atados a una tasa de interés, (por ejemplo el pago de un crédito que flota a una tasa Libor) es intercambiado por otros que flotan a una tasa de interés fija, en una o más fechas previamente establecidas. El objeto de este tipo de swap es convertir una deuda, en cuotas atadas a una tasa de interés variable (tasa de interés volátil debido a las variaciones del mercado), en una deuda atada a una tasa de interés fija. También existen swaps mixtos llamados en ingles “*cross currency swaps*” donde los

²⁹ KENDALL, Backstrand. Harvard Business School. Notes for Class discussion. Marzo 4,1997

contratantes intercambian flujos de efectivo en diferentes divisas, como los tipos de interés fijo y variables pactados durante plazo determinado.

En la actualidad estos contratos reportan grandes beneficios en la estructuración de proyectos de inversión donde los futuros ingresos o pagos que deba realizar el proyecto se encuentran sujetos a un riesgo, como lo es en la mayoría de los casos, ya sea sobre el precio de un activo o el futuro nivel de las tasa de interés, las tasas de cambio o índices bursátiles³⁰.

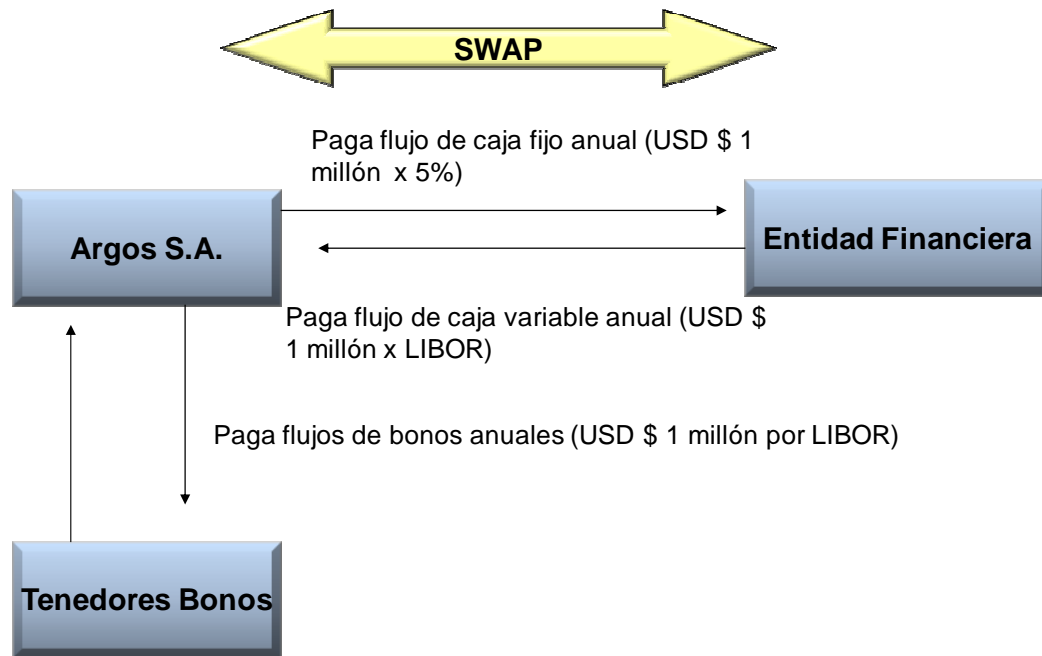
Ejemplo:

(Tasa fija- tasa variable)

La empresa Argos S.A. desea abrir una planta nueva; para ello financia el costo de la planta nueva con la emisión de USD \$1 millón en bonos³¹ cuyos intereses pagará anualmente sobre la tasa LIBOR, por un periodo de diez años. Ahora bien, dado que las futuras condiciones de la tasa LIBOR son desconocidas por la empresa y no quiere hacer frente a la fluctuaciones de los mismos, ésta decide contratar una operación swap con una entidad financiera (con el fin de reducir el riesgo de la variación de la tasa LIBOR, para intercambiar su obligación de pago de los bonos, por una obligación de pago atada a una tasa fija (5% valor nominal del swap). De esta forma una vez la empresa realice el swap con el banco, se obliga a pagarle unos intereses del 5% del valor nominal del swap a la entidad financiera y a cambio recibe de ésta un flujo de caja calculado sobre la tasa LIBOR para el pago de los bonos (respetando los respectivos periodos de pago). A su vez recibirá el flujo de caja sujeto a la LIBOR que será transferido a los tenedores de los Bonos. El resultado negativo o positivo de la operación para la empresa Argos S.A. va depender de las variaciones que tenga la tasa LIBOR en el tiempo.

³⁰ Hoy en día el uso de Swaps se ha convertido en una práctica muy común de los prestamistas que en ellos encuentran una herramienta fundamental para alcanzar las mejores tasas en el mercado mundial.

³¹ Para el caso analizado la financiación de la planta a través de los bonos es menos costosa que la que se pueda obtener a través de los bancos por préstamos directos.



2.5. PRODUCTOS EXOTICOS:

Las operaciones con derivados exóticos son todas aquéllas que no se enmarcan dentro de las características de los derivados básicos (*"plain vanilla"*) que hemos visto. Se trata de derivados cuya estructuración y valoración es relativamente más compleja que las reglas estandarizadas que aplican para los derivados básicos. Este tipo de derivados se obtendrán de combinar opciones y forwards de distinta manera y sobre diversos activos subyacentes.

Entre las operaciones con derivados exóticos se incluyen las opciones denominadas americanas, asiáticas, bermuda, y los 'swaps' asociados con riesgo crediticio, entre otras. Los límites de estas operaciones en muchos casos están dados por la imaginación de los operadores ya que estas escapan a los estándares internacionales y de los estados.

CAPITULO 3:

MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA

El mercado de derivados financieros en nuestro país, se encuentra en su fase inicial, si tenemos en cuenta que la evolución de este tipo de operaciones en el resto del mundo data ya de algunos años. Sin embargo día a día crece más el interés por este tipo de actividades, pues es claro que en un mercado globalizado como el actual, se requiere de una mayor cobertura del riesgo. En Colombia se pueden dividir en dos mercados el OTC y el organizado,

3.1 MERCADO OTC.

En Colombia las negociaciones de operaciones de derivados se han hecho principalmente a través del mercado sobre el mostrador (OTC). Los instrumentos más utilizados son los forward de tasa de cambio o fras³² (forward rate agreement) forwards de tasas de interés, swaps de tasas de interés (DTF contra tasa fija o IPC), swaps con cruce de monedas, opciones de TES (put y call), ventas a plazo de Bonos de deuda Pública y forwards de commodities agropecuarios.

Según cifras del banco de la República, el 87% de los derivados son forwards sobre la TRM, el 9% en Swaps de divisas, y solo el 4% se dedica a opciones.

³² Los FRAS son acuerdos sobre tipos de interés futuros, los cuales nacieron para ofrecer protección contra las oscilaciones en los tipos de interés futuros, especialmente las que se realizan dentro del mercado interbancario. Se incluyen dentro de los derivados OTC sobre tipos de interés.

3.2 MERCADO ORGANIZADO

Es aquel mercado estandarizado respecto al tamaño, calidad del producto, fecha y lugares de entrega, razón por la cual sus negociaciones se dan en lugares específicos, tales como las Bolsas de Futuros o de Valores.

Actualmente en Colombia el mercado organizado ha sido menos desarrollado, ya que sólo cuenta con tres Bolsas para negociar instrumentos de futuros y opciones: La Bolsa de Valores de Colombia, donde se negocian los OPCF, índices bursátiles, tasas de cambio y títulos de renta fija y variables. La Bolsa Nacional Agropecuaria, donde se negocian cereales, cárnicos, productos agrícolas de carácter industrial, entre otros. Y la Bolsa de Energía, en donde se negocia el mercado energético.

Estas instituciones son las que realizan el mayor esfuerzo por ofrecer a los inversionistas instrumentos de cobertura y nuevos mecanismos de financiación.

3.2.1 Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA)

Fue creada en 1979 para mantener el mercado de bienes y servicios agropecuarios, además de la negociación pública de documentos con representación de los subyacentes agropecuarios, cuyas transacciones son realizadas por intermedio de la Cámara de Compensación de la Bolsa.

Las operaciones negociadas en la Bolsa son de entrega futura y requieren de la existencia física de los productos, cuya transferencia puede ser inmediata o a plazo. Esta será inmediata si se requiere únicamente de cinco días hábiles para entregar la mercancía luego de concluida la transacción, y será a plazo cuando la transferencia se da entre seis y treinta días.

La BNA se encuentra desarrollando tres proyectos para fomentar el crecimiento del mercado de derivados en nuestro país del sector agropecuario³³.

El primer proyecto, se conoce como “*Programa de protección de ingresos para productores de Bienes Agrícolas Exportables*”, cuyo objetivo es ofrecer cobertura para exportadores y compradores nacionales del sector agrícola, para productos como el cacao, la palma africana, la leche y sus derivados, la carne bovina, plátano, frutales y tabaco. Esta cobertura, podrá hacerse con contratos de opciones sobre tasa de cambio, con la cual se protegen los exportadores de la devaluación del peso a través de una opción put y los compradores nacionales a través de una opción call. En el primer caso recibirían menos dinero por las ventas, pero sería compensada la opción por la diferencia entre la tasa representativa del mercado y el precio del ejercicio de la opción, y en el segundo caso los importadores pagarían más por la compra de los productos pero recibirían más al vencimiento de la opción.

El segundo plan es el “*Programa de Protección de Precios para Maíz Amarillo, Sorgo y Soya*”, cuyo objetivo es permitir a los productores de estos productos básicos (subyacentes), adquirir opciones put y call sobre los mismos y tasa de cambio en bolsas internacionales y nacionales. Esta nueva posibilidad permitirá a los productores compensar mediante la utilización de estos contratos los precios del mercado nacional con el internacional, atando el precio internacional del producto si éste baja y recibiendo de este modo la diferencia entre el precio internacional y el nacional.³⁴

El tercer proyecto y tal vez el más ambicioso es el Proyecto para crear una “*Bolsa de Futuros de Café*”, para lo cual se llevó una misión a Brasil, conformada por

³³ CAÑAS ARBOLEDA, Natalia. Perspectivas del Mercado de Derivados en Colombia. Retraso Derivado del Desconocimiento. En Ad-Minister Revista de la Escuela de Administración. Universidad Eafit. Julio-Diciembre 2006. Pág. 158

³⁴ Los primeros dos proyectos ya se encuentran en ejecución. Se están adelantando gracias a la colaboración del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural plasmada en el Convenio No. 039 de 2005.

miembros de la BNA, del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural y de la Federación Nacional de Cafeteros, con la finalidad de estudiar los mecanismos que utiliza dicho país para fortalecer y desarrollar la agricultura nacional.

3.2.2 Bolsa de Valores de Colombia (BVC):

Fue creada en el año 2001 como resultado de la fusión de las Bolsas de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente, con la finalidad de contribuir al crecimiento y desarrollo del mercado de capitales a través de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, mediante la administración de mercados eficientes, transparentes, equitativos, competitivos, seguros y supervisados.³⁵

Actualmente la BVC negocia un contrato de futuros sobre el dólar, el cual es conocido como Operaciones a Plazo de Cumplimiento (OPCF), el cual permite pactar en el presente el precio de una compraventa de dólares que se va a realizar en una fecha futura, con el objetivo de disminuir el riesgo cambiario.

En el año 2002 la BVC firmó un acuerdo de cooperación con el Banco Interamericano de Desarrollo para fortalecer el mercado de capitales en Colombia, del cual se derivan dos grandes proyectos. El primero busca establecer una Bolsa de Futuros y Opciones, y el segundo pretende la conformación de la Bolsa de derivados con subyacentes de Renta Fija y divisas, con la colaboración del Mercado Oficial español de opciones y futuros (MEFF). Con la implementación de este proyecto se crearán mejores alternativas de financiación, lo cual otorgará mayor liquidez al mercado.

³⁵ Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=97>

3.2.3 Bolsa de Energía:

Nace en el año 2005. Es la institución encargada de prestar los servicios integrales de operación, administración y desarrollo de mercados mayoristas de energía. Esta entidad ha centrado su trabajo en la parte regulatoria, ha realizado un estudio profundo del funcionamiento de los derivados energéticos en el país, el cual ha sido adoptado por la Comisión de Regulación de energía y gas en su resolución 31 de 2005, en la cual se exponen la reglamentación y funcionamiento de un sistema que contempla la estandarización de la operaciones mediante la introducción de un contrato de futuro y un contrato de opción.

Para que todos estos proyectos sean exitosos, es necesario brindar capacitación en materia de derivados, realizar cambios tendientes a mejorar la infraestructura tecnológica, operativa y legal de estas entidades, fortalecer los mecanismos de registro, compensación y liquidación de las operaciones que se realicen. Lo anterior es necesario, debido a que el mercado se ha entorpecido por factores tales como los pocos participantes, quienes monopolizan la información y el desconocimiento en la materia.

CAPITULO 4

CONTEXTUALIZACION JURIDICA DE LAS OPERACIONES CON DERIVADOS EN COLOMBIA

La Legislación Colombiana define las operaciones con derivados en la Circular 100 de 1995 de la Superintendencia Bancaria³⁶ como “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.

Adicionalmente, define el subyacente como “una variable directamente observable tal como un activo, un precio, una tasa de cambio, una tasa de interés o un índice, que junto con el monto nominal y las condiciones de pago, sirve de base para la estructuración y liquidación de un instrumento financiero derivado”.

4.1 OBJETO JURIDICO Y MATERIAL DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS

Con base en la definición de la Circular 100 de 1995, es posible establecer tanto el objeto jurídico como material del contrato de operaciones con derivados. El *objeto jurídico*, es celebrar una compraventa de activos a futuro; y el *objeto material*

³⁶ Esta Circular, fue modificada recientemente en su Capítulo XVIII, por el Decreto 1796 de 2008 y por la Circular Externa 025 de 2008 de la Superintendencia Financiera, por lo tanto de ahora en adelante siempre que se mencione la Circular 100 de 1995, se entenderá incorporada la nueva normatividad.

corresponde a esos activos sobre los cuales se celebra la compraventa, tales como las tasas de cambio, de interés o índices bursátiles, los cuales la norma denomina “subyacentes”.

4.2 CAUSA DEL CONTRATO DE DERIVADOS

La causa es el motivo determinante que lleva a las partes a celebrar el contrato; en este sentido, se dice que la causa de los contratos de derivados es el cubrimiento de un riesgo³⁷ que pueda materializarse por las fluctuaciones en las tasas de interés, las tasas de cambio, precios de acciones o commodities. No obstante, existen sujetos que participan en este mercado con la finalidad de obtener beneficios negociando con los derivados, tales sujetos, se denominan especuladores y arbitrajistas.

4.3 EL PRECIO

Al igual que cualquier contrato comercial, el precio tiene que ser serio; no habrá compraventa si las partes no convienen en él o en la manera de determinarlo, tal como lo establece el artículo 920 del Código de Comercio. Por la naturaleza misma de estos contratos u operaciones siempre se fija previamente el precio o la forma de determinarlo.

³⁷ Como se explico antes los derivados financieros no solo son utilizados para la cobertura de riesgos, pues a traves de estos los distintos agentes del mercado pueden arbitrar y especular. Sin embargo es importante entender que la naturaleza de los derivados es la cobertura de riesgos.

4.4 PARTES DEL CONTRATO DE DERIVADOS

La Resolución Externa 36 de 1992 del Banco de la República establece los sujetos autorizados en Colombia para obtener cobertura con derivados relacionados con la tasa de cambio y los autorizados para proveerla.³⁸ Estos son³⁹:

4.4.1 Los sujetos autorizados para obtener cobertura o compradores

- Los importadores y exportadores de bienes que requieran protegerse de las fluctuaciones en el precio de las divisas o de los productos básicos transados en las Bolsas de futuros y opciones, que afecten el costo de las importaciones o el ingreso de las futuras exportaciones.
- Los deudores de obligaciones en divisas, con la finalidad de reducir el riesgo de las fluctuaciones en la tasa de cambio.
- Todo aquel que por la naturaleza de sus actividades, necesite protegerse frente a las variaciones de los precios de los productos básicos transados en las Bolsas de futuros y opciones, en las tasas de cambio o en las tasas de interés, y lo demuestre al Banco de la República.

4.4.2 Los sujetos autorizados para proveer cobertura o vendedores

- Los intermediarios del mercado cambiario.
- Los corredores miembros de las cámaras de compensación de las bolsas de futuros y opciones del exterior.
- Las entidades financieras del exterior calificadas como de primera clase, que cuenten con una oficina de representación en Colombia y se registren en el Banco de la República.

³⁸ Cuando se menciona la expresión “operaciones de cobertura” se hace referencia a operaciones de derivados, porque son contratos celebrados por las partes para cubrirse de los riesgos a los cuales se encuentran expuestos.

³⁹ Para el contrato de swaps es más técnico hablar de permutantes.

En el lenguaje financiero se utilizan las expresiones coberturista, especulador y arbitrajista, según la finalidad con que intervienen:

- **Coberturistas:** Son personas que compran o venden derivados para controlar los riesgos propios de su actividad productiva. Como tienen que entregar sus productos en el futuro, sus operaciones sobre derivados pretenden compensar los eventuales riesgos de su actividad.
- **Especuladores:** Son personas que compran y venden derivados con el fin de aprovecharse de las fluctuaciones del mercado. A diferencia del coberturista, el especulador, es una persona que negocia con riesgos.
- **Arbitrajistas:** Son sujetos que realizan operaciones sobre un mismo derivado en dos o más mercados, aprovechándose de las imperfecciones que existan entre los precios de unos y otros en dichos mercados. Ello les permite obtener ganancias a partir del diferencial entre ellos.

4.5 CARACTERÍSTICAS COMUNES DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS

4.5.1 Solemnidad

Los contratos de operaciones con derivados en Colombia son de carácter solemne, porque para producir sus efectos, deben cumplir con cierta formalidad establecida en la ley⁴⁰. Tal solemnidad se encuentra regulada en la circular 25 de 2008, la cual exige para las operaciones celebradas en el mercado mostrador, la elaboración y suscripción de un contrato marco el cual debe cumplir con un mínimo de requisitos. Tales como: la incorporación de las definiciones aplicables

⁴⁰ Véase Código Civil Colombiano. Artículo 1500.

al contrato, Criterios de interpretación, las personas facultadas para firmar cada uno de los documentos, los eventos de terminación anticipada, los eventos del incumplimiento y sus efectos.⁴¹

No será necesaria la elaboración y suscripción cuando las partes incorporen las cláusulas mínimas por ISDA para su celebración, ni cuando se trate de operaciones celebradas en una Bolsa de valores o de Futuros, caso en el cual el contrato se guiará por lo establecido en el reglamento”.

4.5.2 Bilateralidad

Las operaciones celebradas con derivados son de carácter bilateral, en tanto implican para las partes obligaciones recíprocas, tal como lo establece el artículo 1496 del Código Civil Colombiano⁴².

Para proteger los derechos de las partes en este tipo de contratos ante el incumplimiento de las obligaciones de una de ellas, la legislación civil colombiana ha consagrado en el artículo 1609 la excepción de contrato no cumplido, figura que permite a los contratantes no cumplir con su obligación o allanarse a cumplirla, mientras el otro no lo haga. Sin embargo, es posible pensar que en los contratos de futuros y opciones celebrados en Bolsas y a través de una Cámara de Compensación, no sería aplicable esta excepción, debido a que la labor precisamente de la Cámara es evitar el incumplimiento de las partes, pues éstas celebran los contratos y realizan los pagos a través de aquella. En este sentido si una de las partes incumple, lo hará frente a la Cámara y no frente a la contraparte.

⁴¹ Esta exigencia comienza a regir a partir del año 2009.

⁴² Artículo 1496 CC: “El contrato es unilateral cuando una de las partes se obliga para con otra que no contrae obligación alguna; y bilateral, cuando las partes contratantes se obligan recíprocamente.

4.5.3 Onerosidad

Conforme lo estipulado en el artículo 1497 del Código Civil un contrato es oneroso “...cuando tiene por objeto la utilidad de ambos contratantes, gravándose cada uno a beneficio del otro”. Es importante aclarar que la utilidad no se refiere exclusivamente al aspecto económico, sino a la satisfacción de un interés.

Atendiendo a lo consagrado en la legislación civil, es claro que en los contratos sobre operaciones con derivados se presenta una utilidad para ambos contratantes, en tanto cada una de las partes busca obtener un beneficio al realizar la cobertura.

4.5.4 Aleatoriedad

Antes de establecer el carácter aleatorio o conmutativo de los contratos en estudio, es pertinente analizar el artículo 1498 del Código Civil, el cual establece lo siguiente: “El contrato oneroso es conmutativo, cuando cada una de las partes se obliga a dar o hacer una cosa que se mira como equivalente a lo que la otra parte debe dar o hacer a su vez; y si el equivalente consiste en una contingencia incierta de ganancia o pérdida, se llama aleatorio”. La norma supraindicada no es muy clara en su contenido, pues parece definir los contratos conmutativos como si fueran bilaterales, ya que se hace referencia a ellos en el marco de las obligaciones de las partes, mientras que se refiere a los aleatorios como si la contingencia de ganancia o pérdida fuera sólo para una de las partes, lo cual no es correcto porque la contingencia es para ambas, puesto que la ganancia para una de ellas, implica necesariamente la pérdida para la otra.

Los doctrinantes Ospina Fernández y Ospina Acosta⁴³ afirman que la verdadera característica del contrato aleatorio es la imposibilidad de estimar desde el primer

⁴³ OSPINA FERNANDEZ, Guillermo y OSPINA ACOSTA, Eduardo. Teoría General del contrato del negocio jurídico. Editorial Temis. Sexta Edición. Bogotá – Colombia. Pág. 63.

momento, una o más de las prestaciones que produce por depender del azar, en tanto, que para el contrato conmutativo, establecen que es aquel que reúne tres condiciones: 1) Que sea oneroso para todas las partes que en él intervienen. 2). Que la utilidad que de ella se deriva, pueda ser apreciada desde el momento de su celebración. 3). Que produzca prestaciones que se miren como equivalentes entre sí.

De lo anterior es posible concluir, que para que un contrato sea aleatorio, es necesario que las partes no conozcan desde un principio una o más prestaciones que deben realizar.

Teniendo en cuenta lo mencionado anteriormente, podría afirmarse que los contratos sobre derivados son de carácter aleatorio, pues las partes al momento de celebrarlo no pueden estimar todas las prestaciones que deberán realizar durante su vigencia, ya que como bien se ha dicho, estas operaciones están sometidas a la incertidumbre del futuro, el cual beneficiará a una u otra parte, de acuerdo a los movimientos de las tasas de interés, de las tasas de cambio o del precio de bienes fungibles, porque aunque este tipo de operaciones buscan minimizar algunos riesgos, traen otros implícitos, y uno de ellos es que el contrato se haga más oneroso para una de las partes y se produzca un desequilibrio en las condiciones contractuales.

4.5.5 Libre discusión y adhesión

Debido a las complejas relaciones económicas existentes son usuales los contratos en los cuales las cláusulas ya están preestablecidas por alguna de las partes, mientras que la otra simplemente se limita a aceptar las condiciones, sin tener la oportunidad de discutir las; cuando ocurre esta situación se celebra un contrato de adhesión. En contraposición, se encuentra el contrato de libre

discusión, el cual se presenta cuando las partes acuerdan y estipulan una por una las cláusulas de acuerdo a sus necesidades.

Las operaciones de derivados pueden ser pactadas bajo estas dos modalidades, según el mercado en donde se perfeccionen. Hablamos de contratos de adhesión cuando la operación va a celebrarse en mercados estandarizados como las Bolsas de futuros y opciones, pues no se permite discusión alguna en cuanto al tamaño, calidad del producto, fecha y lugares de entrega. Y por otro lado, hablamos de contratos de libre discusión cuando se celebran operaciones forwards, swaps y algunos contratos de opciones (los negociados en mercado OTC), pues en estos casos las partes perfeccionan el contrato de la manera que mejores beneficios les traiga.

Actualmente muchos países están adoptando contratos marco sobre derivados OTC, con la finalidad de uniformar los criterios de contratación en las operaciones a nivel internacional, evitar inexactitudes y conflictos⁴⁴. Todo ello para darle una mayor seguridad jurídica a los contratos de derivados.

4.5.6 Ejecución instantánea y tracto sucesivo

La doctrina ha efectuado esta clasificación de acuerdo al momento en que las partes cumplen con sus obligaciones⁴⁵. Si las prestaciones pueden ser cumplidas en un solo acto se denomina de ejecución instantánea (se agota el contrato con el cambio de prestaciones)⁴⁶, pero si no son susceptibles de cumplirse en un mismo

⁴⁴ Este tema será tratado con mayor detalle en el siguiente capítulo.

⁴⁵ Esta clasificación corresponde a un desarrollo doctrinal, desarrollada por profesores como Guillermo Ospina Fernández y Guillermo Ospina Acosta.

⁴⁶ Debe destacarse que el plazo como modalidad, no afecta el concepto jurídico de cumplimiento instantáneo, por lo que éste puede ser de ejecución inmediata o diferida. Ejemplo: la venta de una cosa que se paga de una sola vez, o también cuando el comprador se obliga a pagar el precio a los quince días de celebrado el contrato. STIGLITZ, Rubén. Contratos. Teoría General. Tomo II. Editorial Depalma. Buenos Aires. 1993. Pág. 60-61

momento, sino que, por el contrario, deben ejecutarse sucesivamente en el tiempo, el contrato se denomina de ejecución sucesiva o de tracto sucesivo.

De la mano de esta clasificación se encuentra la de contratos de ejecución inmediata y ejecución diferida, la cual diferencia los contratos en función del momento en el cual comienzan a ejecutarse. Los primeros son aquellos negocios jurídicos que producen sus efectos al momento de su celebración, mientras que los segundos, lo hacen en una fecha posterior; sus derechos y obligaciones sólo pueden ser ejercidos a partir del cumplimiento de un plazo.⁴⁷

Como regla general es posible sostener que las operaciones sobre futuros, forwards y opciones son de ejecución instantánea y diferida, debido a que el cumplimiento de sus obligaciones se da en un solo momento, al vencimiento del plazo; mientras que en las operaciones con swaps, se presenta un intercambio de productos financieros sometido a diferentes plazos, razón por la cual son susceptibles de clasificarse como contratos de tracto sucesivo.

En los contratos de derivados, las operaciones se encuentran sometidas a un plazo. Esto no significa que el contrato sea de tracto sucesivo porque las obligaciones no deben ser cumplidas al momento del perfeccionamiento de éste. Simplemente se trata de obligaciones que deben cumplirse en una fecha futura, pero en un sólo momento.

4.5.7 Tipicidad

⁴⁷ *Ibíd.* Pág. 61

Sólo hasta este año, la normatividad colombiana ha reglamentado los contratos de derivados de manera satisfactoria. Ya que anteriormente sólo se había plasmado una definición de los más importantes, sin ahondar en sus elementos esenciales. Algunas de las normas que tienen relación con los derivados son:

Ley 51 de 1918

Esta ley se refiere al contrato de opción en sentido general, no para regular estas figuras, porque para la época, en Colombia no se celebraban operaciones con derivados, y por tal razón, la norma habla de un contrato de carácter previo, del cual va a depender la celebración de uno futuro. En sus artículos 23 y 24, consagra la obligación de las partes de establecer un término o condición para efectos de validez del contrato.

Ley 510 de 1999

Esta ley aunque no hace alusión directa a los derivados, radica en cabeza de la Superintendencia de Valores (Hoy Superintendencia Financiera) la inspección y vigilancia de las Bolsas de Futuros y Opciones y de los intermediarios que actúen en ellas, sin perjuicio de las facultades de inspección, vigilancia y control, otorgadas a la Superintendencia de Sociedades.

Consagra como entidades que pueden participar en el capital de Bolsas de futuros y opciones a las siguientes entidades:

- Las Bolsas de Valores,
- Las Bolsas de Productos Agropecuarios,
- Las Sociedades Comisionistas de Bolsas de Valores
- Los Intermediarios de Bolsas de Productos Agropecuarios,
- Las Sociedades Comisionistas Independientes de Valores,
- Los Establecimientos de Crédito,

- Las Entidades Aseguradoras
- Las Sociedades Fiduciarias

Ley 964 de 2005

Esta Ley trata como valores⁴⁸ a los derivados financieros tales como futuros, opciones y permutas financieras, siempre y cuando estos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores.

Adicionalmente, la Ley extiende su regulación a las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, a los intermediarios que transen en ellas y a sus sistemas de compensación y liquidación y las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte.

Resolución Externa 36 de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República

En esta Resolución, el Banco de la República define los sujetos autorizados para realizar operaciones con derivados, los instrumentos de cobertura autorizados, plazos máximos de cobertura y las limitaciones a los intermediarios del mercado cambiario.

En relación a los instrumentos, autoriza celebrar operaciones que comprendan los contratos de futuros, swaps, forwards, opciones, o cualquier combinación de ellos.

Y por último establece como plazo máximo para celebrar estas operaciones un término de 3 meses.

⁴⁸ La ley entiende como valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Art. 2. Ley 964 de 2005.

Resolución Externa 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República

Esta Resolución autoriza a los residentes colombianos, diferentes de los intermediarios cambiarios, a celebrar operaciones sobre precios de productos básicos con agentes del exterior. Así mismo, los autoriza para realizar operaciones de derivados financieros sobre tasa de interés y tasa de cambio, tanto con los intermediarios del mercado cambiario, como con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional.

Decreto 1796 de 2008

Este decreto deroga el 2396 de 2000, busca dar mayor claridad a la realización de las operaciones con derivados. Este define qué es un instrumento derivado, los productos estructurados, el costo de reposición, exposición crediticia y otros conceptos relevantes para la realización de este tipo de operaciones. Además autoriza a todas las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera para realizarlas.

Decreto 1797 de 2008

Este decreto regula el régimen tributario de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte. Aclara que los ingresos y egresos de éstas en cuanto se constituyan como deudoras y acreedoras de la contraparte, en el cumplimiento de una operación se entienden recibidos y/o realizados para y/o por cuenta de terceros.

Resolución 1200 de 1995 la Superintendencia de Valores (hoy Financiera)

La Superintendencia en esta resolución autoriza a las Sociedades Comisionistas de Bolsa, para representar en Colombia a los miembros de las bolsas de futuros y

opciones del exterior, siempre y cuando cumplan con los requisitos allí mencionados. También establece cómo debe hacerse la contabilización de las operaciones con derivados.

Resolución 1201 de 1996 de la Superintendencia de Valores (hoy Financiera)

Esta resolución exige poseer un registro de intermediarios a quienes quieran participar en los mercados OTC; además establece medidas de seguridad y control a los diferentes participantes en los mercados OTC y determina las pautas y requerimientos de los intermediarios en dicho mercado.

Circular 14 de 1998 de la Superintendencia Bancaria (hoy Financiera)

La circular crea la obligación a las entidades que deseen realizar operaciones con derivados de conocer los conceptos financieros que les aplican y los riesgos inherentes a esta actividad. Así mismo, los obliga a adoptar mecanismos que garanticen a la contraparte conocer y comprender los compromisos que adquiere al realizar este tipo de contratos. Consagra la obligación de llevar a los estados financieros la relación de las operaciones con derivados, efectuadas en el periodo inmediatamente anterior; y define conceptos básicos como los contratos de futuros, de forwards, de opciones y swaps, cómo pueden cumplirse, sobre que subyacentes y métodos para su valoración.

Circular Externa 025 de 2008 de la Superintendencia Financiera

Por medio de esta Circular la Superintendencia Financiera, crea nuevas instrucciones sobre los instrumentos financieros derivados y productos

estructurados contenidas en el Capítulo XVIII de la Circular 100 Básica Contable y Financiera. Adicionalmente se expide un régimen de transición aplicable a los mismos. La circular trae definidos ciertos conceptos aplicables al mercado de derivados y nuevas disposiciones sobre la regulación contable de los mismos.

4.6 CARACTERISTICAS ESPECIALES DE CADA CONTRATO

4.6.1 CONTRATO FORWARD

La Circular 100 de 1995 lo regula como “un derivado formalizado mediante un contrato entre dos (2) partes, hecho a la medida de sus necesidades, para comprar/vender una cantidad específica de un determinado subyacente en una fecha futura, fijando en la fecha de celebración las condiciones básicas del instrumento financiero derivado, entre ellas, principalmente el precio, la fecha de entrega del subyacente y la modalidad de entrega.”

Los subyacentes de los forwards pueden ser: Tasas de cambio, títulos de deuda, títulos participativos o tasas de interés

Desde una perspectiva jurídica, se puede decir que las operaciones forward tienen como objeto la celebración de una compraventa cuyo cumplimiento es a futuro, en la cual el contrato se perfecciona desde el acuerdo de voluntades sobre el activo subyacente, el precio y las demás condiciones determinadas. Las partes intervinientes se denominan comprador y vendedor; éstas cuentan con una mayor libertad regulatoria, la cual les permite participar en su elaboración, puesto que es un contrato que se negocia en un mercado no estandarizado, o *sobre el*

mostrador. En términos jurídicos esto equivaldría a una mayor autonomía de la voluntad⁴⁹.

De acuerdo a la clasificación mencionada, se puede decir que estas operaciones son: solemnes, bilaterales, onerosas, aleatorias, de libre discusión y de ejecución instantánea.

La obligación principal en los forward de cumplimiento efectivo o con entrega, es de *dar* para ambas partes. El comprador deberá pagar el precio acordado y el vendedor debe entregar el activo. En los forward de cumplimiento financiero, la obligación de dar solo recaerá sobre una de las partes, y consistirá en pagar cierto valor; la otra cumple cuando opera la compensación.

4.6.1.1 Derechos y Obligaciones de las partes

A pesar de que la legislación colombiana no ha regulado los derechos y obligaciones de las partes para este contrato, debe entenderse que por tratarse de una compraventa, le son aplicables los derechos y obligaciones de la misma, obviamente, atendiendo a las modalidades específicas del contrato forward.

a. Derechos

- Del comprador

- Tiene derecho a recibir el subyacente físicamente en la fecha futura pactada por las partes, cuando se pacte que el contrato será de cumplimiento efectivo; pero cuando se pacte que el contrato será de cumplimiento financiero, su derecho se encontrará condicionado al resultado de la operación en el tiempo, es decir si las fluctuaciones

⁴⁹ FERRI, Luigi. La Autonomía Privada Ed. Revista de Derecho Privado Madrid. “La Autonomía privada en cuanto se concreta en negocios particulares, es un poder concedido al individuo para la consecución de fines privados” 1968. pág. 38

en éste lo favorecen, tiene derecho a recibir el diferencial en la divisa pactada, una vez realizada la compensación.

- Tiene derecho a exigir garantías para el cumplimiento de las obligaciones. Tales como valores, títulos valores, dinero o bienes transables.
- Podrá ceder el contrato en aquellos eventos en que el contrato marco lo autorice.
- Tiene derecho a recibir el subyacente libre de vicios, tanto redhibitorios⁵⁰ como por evicción⁵¹.

- **Del vendedor**

- Tiene derecho a recibir el precio del subyacente, cuando el cumplimiento del contrato sea efectivo, y el diferencial de éste cuando sea de cumplimiento financiero.
- Podrá exigir garantías a la contraparte para el cumplimiento de las obligaciones.
- Tiene derecho a ceder el contrato siempre y cuando no se haya prohibido en el contrato celebrado entre las partes.

b. Obligaciones

- **Del comprador**

⁵⁰ El artículo 1893 del CC establece lo siguiente: “la obligación de saneamiento comprende dos objetos: amparar al comprador en el dominio y posesión pacífica de la cosa vendida, y responder de los defectos ocultos de ésta, llamados vicios redhibitorios”

⁵¹ El saneamiento por evicción implica amparar al comprador en el dominio y posesión pacífica del bien vendido.

- El comprador tiene la obligación de pagar el precio cuando se cumpla el plazo pactado en el contrato.
 - Pagar intereses por mora cuando incumpla en pagar el precio y algunas otras sanciones contempladas en el contrato.
 - Recibir el subyacente cuando se trate de un cumplimiento efectivo.
- **Del vendedor**
- Tiene la obligación de transferir el subyacente al comprador en la fecha, calidad y condiciones establecidas por las partes en el contrato.
 - Tiene la obligación de tener el al momento del vencimiento del plazo, cuando el cumplimiento implique la entrega de éste.
 - Al igual que en cualquier compraventa, deberá sanear los vicios ocultos de la cosa (vicios redhibitorios). Un ejemplo de esta situación, se presentaría cuando el vendedor se obliga a entregar mil toneladas de café original de Etiopía, y entrega mil toneladas de café etíope combinado con café colombiano.
 - Tiene la obligación de saneamiento por evicción, es decir proteger su derecho de dominio de los vicios jurídicos con que pueda contar el bien.
 - Pagar intereses moratorios en caso de incumplimiento.

4.6.1.2 Formas de Cumplimiento

Este puede cumplirse de tres maneras diferentes⁵²:

1. Haciendo entrega física del producto, como divisas o títulos de acuerdo con el contrato. En el caso de títulos desmaterializados se entiende como entrega física la debida anotación en el registro que para el efecto se lleva en el depósito de valores respectivo.
2. Liquidándolo contra un índice, como puede ser la DTF o la TBS en el caso de contratos forward sobre tasas de interés, o la TRM en el caso de contratos forward sobre peso/dólar. En estos casos no hay entrega física del producto sino que las partes se obligan a entregar o a recibir en pesos la diferencia entre el valor de la tasa pactada (de interés o cambio) y el valor de la tasa de referencia vigente en la fecha de cumplimiento.
3. Cumplimiento Financiero, entregando o recibiendo en efectivo el monto equivalente al valor de mercado del subyacente.

4.6.2 CONTRATO DE FUTUROS

La Circular 100 de 1995 lo define como “un contrato estandarizado en cuanto a su fecha de cumplimiento, su tamaño o valor nominal, las características del respectivo subyacente, el lugar y la forma de entrega (en especie o en efectivo). Éste se negocia en una bolsa con cámara de riesgo central de contraparte, en virtud del cual dos (2) partes se obligan a comprar/vender un subyacente en una fecha futura (fecha de vencimiento) a un precio establecido en el momento de la celebración del contrato”.

Como se aprecia, estamos en presencia de un contrato de compraventa, en el cual se da una entrega a futuro, la cual corresponde al vencimiento del plazo señalado por las partes. Adicionalmente, se trata de un acuerdo celebrado en un

⁵² Circular 100 de 1995. Superintendencia Bancaria.

escenario específico, cual es la Bolsa de Futuros; ésta corresponde a un espacio en el cual los agentes realizan las compraventas de futuros, bajo unas leyes y reglamentos por ella establecidos. Estos reglamentos señalan las especificaciones de cada uno de los contratos, vigila que la entrega física se realice de acuerdo a las reglas y estipula los márgenes iniciales que deben efectuar las partes como garantía.

En Colombia, el mercado de futuros, sólo cuenta con la Bolsa Nacional Agropecuaria, en la cual se negocian únicamente commodities; sin embargo, en la Bolsa de Valores de Colombia, en la cual se celebran contratos que se asemejan a los futuros; éstos son las llamadas operaciones de cumplimiento financiero a plazo (OPCF), a través de las cuales se realizan compraventas de dólares. Estas cumplen con todas las características de un futuro, pues se encuentran estandarizadas respecto al tamaño del contrato, fecha de vencimiento y número de vencimientos, pero no se celebran estrictamente en una bolsa de futuros. Sin embargo a partir del segundo semestre del 2008 empezarán a funcionar un nuevo mercado de futuros resultante de la alianza entre la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), en la cual se negociarán futuros sobre otros subyacentes.

El contrato de futuros es de carácter bilateral, aleatorio, oneroso, solemne, de ejecución instantánea y de adhesión, que al igual que el forward tiene como propósito una compraventa de la cual surgen obligaciones a futuro (obligaciones de dar, sometidas a un plazo), pero se diferencia en el alcance de la voluntad de las partes para establecer las condiciones contractuales, puesto que el contrato de futuros, por el mercado en que se realiza, es un contrato de adhesión, y no permite discusión alguna en cuanto a la calidad de producto, fecha y lugares de entrega, lo cual restringe significativamente la voluntad de las partes.

En este tipo de contratos se desvirtúa la típica relación comprador - vendedor, en su lugar, un sujeto adicional que se llama Cámara de Riesgo Central de

Contraparte o Cámara de Compensación y liquidación, actúa como comprador para una parte y vendedor para la otra. No obstante ser el ente encargado del perfeccionamiento del contrato, su intervención no es en calidad de representante, ni de agente oficioso, ni de diputado para el pago. Se trata de un sujeto independiente, el cual hace parte de los llamados por la ley 964 de 2005, “Sistemas de confirmación, compensación y liquidación”⁵³. En estos sistemas, de conformidad con el artículo 9 de la ley 964, los sujetos que pueden administrar los sistemas de compensación y liquidación de operaciones son: las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de los otros productos básicos como el Banco de la República, los depósitos centralizados de valores y las demás entidades que autorice el gobierno nacional.

Estas entidades realizan una labor fundamental en el contrato de futuros porque es por intermedio de ellas que las partes cumplen sus obligaciones, pues ante ellas efectúan las confirmaciones de las operaciones, cancelan la garantía y cumplen sus demás obligaciones; a su vez, ellas lo hacen con la contraparte y simultáneamente realizan las compensaciones correspondientes. Estos sistemas

⁵³“Artículo 9º. *Sistemas de compensación y liquidación.* Para efectos de la presente ley, son sistemas de compensación y liquidación de operaciones el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores. Para ser reconocidos como sistemas de compensación y liquidación, tales actividades, acuerdos, normas, procedimientos y mecanismos deberán constar en reglamentos previamente aprobados por la Superintendencia de Valores.

Podrán administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones las entidades constituidas exclusivamente para tal fin, las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, el Banco de la República, los depósitos centralizados de valores y las demás entidades que autorice el Gobierno Nacional...

...Parágrafo. Para efectos de lo dispuesto en la presente ley se entiende por compensación el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes de un sistema de compensación y liquidación, derivadas de operaciones sobre valores. La forma de establecer las obligaciones, de los participantes podrá hacerse a partir de mecanismos bilaterales o multilaterales que incorporen o no el valor neto de dichas obligaciones. Las obligaciones así establecidas deben cumplirse en los términos señalados en la presente ley.

Se entiende por liquidación el proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores.”

operan de la siguiente manera: cuando se celebra un contrato de futuros, adoptan el papel de comprador frente al vendedor, y viceversa; de este modo crean una relación individual con cada uno de los sujetos, es decir, se crean dos contratos independientes. Esto es así, porque la Cámara crea dos marcos negociales, para eliminar el riesgo de contraparte entre vendedores y compradores. De este modo, nunca existirá un incumplimiento de un contratante frente al otro, sino frente a la entidad intermediaria.

Por lo anterior, como ya se indicó, no es posible afirmar que la Cámara actúe como un simple intermediario o mandatario y que exista un único contrato entre el comprador y el vendedor, porque su función no es unir las partes, sino lograr que se cumplan todas las obligaciones de manera satisfactoria.

4.6.2.1 Naturaleza jurídica del futuro

Los títulos valores en Colombia, se caracterizan por ser declaraciones unilaterales de voluntad. En ese contexto, el futuro que es un contrato, no puede ser considerado como título valor; pero en el año 2005, el legislador expidió la ley 964, en la cual crea una categoría de papeles llamados valores⁵⁴ y en ellos incluye los contratos de futuros estandarizados⁵⁵. El problema radica en que la misma ley los

⁵⁴ En inglés son denominados securities. La expresión en el derecho colombiano, no tiene una traducción exacta, pero se puede decir de forma aproximada, que el security corresponde a los títulos valores expedidos en masa. En este contexto, se englobarían dentro de este concepto, títulos valores con contenidos diversos, como sería la acción, que es un título valor corporativo o de participación, y el bono que es un título valor con contenido crediticio. (Véase artículos 619, 384 y siguientes del Código de Comercio, y Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores).

⁵⁵ La ley 964 de 2005 en su artículo 2º, párrafo tercero establece lo siguiente: “CONCEPTO DE VALOR. Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Incluyendo los siguientes:...Parágrafo 3: Los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o otros sistemas de negociación de valores”. Parágrafo 5 “Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso. Tampoco procederá acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho comiso incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos, siempre que al momento de la adquisición haya obrado de buena fe exenta de culpa.” Véase también la exposición que

asimila a títulos valores. Así las cosas, el futuro es un valor que es un “título valor”. Ello como es obvio, se ajusta mal al concepto de título valor, que se repite, es una declaración unilateral de voluntad.

El legislador en su afán de impulsar los mercados, ha incurrido en una contradicción de los principios de los títulos valores. Algunas de las razones son las siguientes⁵⁶:

En primer lugar desconoce uno de los elementos esenciales del título valor, tal como lo es la manifestación unilateral de voluntad, puesto que los contratos de futuros por su calidad de acuerdos, corresponden a una declaración de dos voluntades.

En segundo lugar el título valor jamás estará viciado de nulidad, mientras el contrato de futuros podrá estarlo cuando se presente una causal de nulidad, ya sea por incapacidad de las partes, objeto o causa ilícitas, falta de formalidad o vicios del consentimiento (error, fuerza o dolo).

En tercer lugar, este tipo de contratos carecen de la autonomía propia de los títulos valores, la cual implica desligar el derecho en él incorporado, del negocio causal que dio lugar a su creación o a una transferencia anterior, en otras palabras, el título se transfiere libre de gravámenes y de vicios (siempre y cuando el adquirente esté de buena fe); contrario a lo que ocurre en el contrato, puesto que entre las partes siempre se transferirán los vicios y gravámenes del negocio que le dio origen.

sobre el tema ha realizado el doctrinante Ramiro Rengifo en su obra Títulos Valores. Editorial Señal Editora. Medellín – Colombia. Decima primera edición. Págs. 39-46

⁵⁶ RENGIFO, Ramiro. Obra citada. Págs. 39-46

4.6.2.2 Derechos y Obligaciones de las partes

Entre las partes y la Cámara de compensación se generan los derechos y obligaciones propios de una compraventa y los adicionales establecidos por el reglamento de la Bolsa en que se negocien. Estos son:

a. Derechos

- Del Comprador

- Tiene derecho a recibir el subyacente o el valor de la liquidación, cuando el cumplimiento sea financiero.
- Si realizado el depósito de las garantías iniciales o sus ajustes en la Cámara de Compensación, existe un exceso, debido a la ganancia obtenida por la variación de los precios del subyacente, tiene derecho a retirar las ganancias.
- Tiene derecho a recibir información por parte de la Bolsa de futuros sobre la celebración de los contratos, y la variación en los precios de los futuros.
- Tiene derecho a ceder el contrato.
- Tiene derecho a recibir el subyacente libre de vicios, tanto redhibitorios como por evicción

- Del vendedor:

- Tiene derecho a recibir el precio del subyacente, cuando el cumplimiento del contrato sea efectivo, y el diferencial de éste cuando sea de cumplimiento financiero.
- Tiene derecho a ceder el contrato.

- Tiene derecho a recibir información por parte de la Bolsa de futuros sobre la celebración de los contratos, y la variación en los precios de los futuros.

b. Obligaciones

- Del comprador

- Tiene la obligación de pagar el precio pactado por el subyacente.
- Debe otorgar las garantías iniciales a la Cámara de Compensación, con la finalidad de certificar el cumplimiento de las obligaciones adquiridas en el contrato.
- Debe cumplir con el reglamento y demás obligaciones establecidas por la Bolsa. Por ejemplo radicar la documentación con relación al contrato en un plazo determinado.
- Ajustar el monto de las garantías cuando así lo exija el cambio de los precios del subyacente

- Del vendedor

- Tiene la obligación de entregar el activo físico o de liquidarlo contra un índice, pagando la diferencia entre el valor pactado y el valor al momento de liquidar el contrato.
- Se encuentra obligado a conservar el subyacente o por lo menos a tenerlo al momento del vencimiento del plazo, cuando el cumplimiento implique la entrega de éste.

- Tiene la obligación de otorgar las garantías iniciales a la Cámara de Compensación, con la finalidad de certificar el cumplimiento de las obligaciones adquiridas en el contrato.
- Ajustar el monto de las garantías cuando así lo exija el cambio de los precios del subyacente.
- Debe cumplir con las obligaciones estipuladas por la Bolsa o Cámara de Compensación en su reglamento. Por ejemplo, en la celebración de un futuro sobre flores, la BNA consagra la obligación al vendedor de cumplir con las normas de control de plagas.

4.6.2.3 Formas de Cumplimiento

Como se explicó anteriormente, las partes cumplen sus obligaciones ante una Cámara de Compensación y no directamente ante su contraparte. Puede hacerlo de tres maneras diferentes:

1. Liquidación en efectivo, por medio de una operación opuesta antes de la fecha de entrega, es decir, se cambia de comprar a vender o viceversa, cancelando de este modo la operación y asegurando la ganancia. Esta operación se realiza en las bolsas de futuros y se conoce como cerrar la posición a futuro
2. Haciendo entrega física del producto, en el caso de títulos desmaterializados se entiende como entrega física la debida anotación en el registro que para el efecto se lleva en DCV o DECEVAL.
3. Liquidación contra un índice, la cual se realiza de la misma forma que en los forwards.

4.6.3 CONTRATO DE OPCION

Tradicionalmente, el contrato de opción ha sido un acuerdo preliminar, por el cual una parte se obliga a celebrar un contrato futuro si la otra parte desea perfeccionarlo, manifestando la voluntad en dicho sentido.⁵⁷

El artículo 23 de la Ley 51 de 1918⁵⁸ dispone que para que pueda perfeccionarse este tipo de contrato, es necesario establecer de manera clara y expresa un término o una condición que permita su exigibilidad, pues de lo contrario, éste será ineficaz. La condición se tendrá por fallida si tardare más de un año en cumplirse. Las partes pueden ampliar o restringir este término.

Antes de la modificación introducida por la Circular 025 de 2008, la Circular 100 de 1995, definía el contrato de opción de la siguiente manera: “Es un contrato que le da a su tenedor la opción o el derecho, mas no supone la obligación, de comprar o de vender una cantidad específica de un activo a un precio y en una fecha determinada, o durante un tiempo determinado. Dicho contrato obliga al suscriptor a vender o comprar el activo en la fecha en que la “opción” sea ejercida por el tenedor, de acuerdo con las condiciones de cantidad, calidad y precio establecidos para el efecto en el contrato.” Actualmente, la ley sólo define la opción europea⁵⁹, por considerar la opción americana como un producto exótico.

El contrato de opción es bilateral, oneroso, aleatorio, de ejecución instantánea, de libre discusión o adhesión y solemne. Tiene como objeto, darle al comprador de la opción la potestad⁶⁰ de vender o comprar un activo subyacente mas no la

⁵⁷ Stiglitz. Ob cit. Pág. 134

⁵⁸ Ley 51 de 1918 “Sobre establecimientos o Sociedades de crédito”

⁵⁹ La Circular 025 de 2008 introduce la siguiente definición: 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.

⁶⁰ El contrato de opción, conforme las categorías jurídicas de Hohfeld, no confiere a su comprador un derecho como lo da a entender el legislador, sino una potestad, ya que en el momento en que decida hacer uso de la opción, el vendedor no tendrá posibilidad alguna de retractarse, en tanto el comprador de la opción tiene

obligación de hacerlo, mientras el vendedor de la opción se encuentra sujeto a la decisión del comprador. Es aquí, donde radica la diferencia entre el contrato de opción y los otros derivados pues en él, el comprador de la opción o beneficiario puede o no ejercer la potestad de concretar o no la operación al vencimiento del plazo, mientras que el vendedor de la opción o concedente, se encuentra sujeto a la decisión tomada por el comprador.

Otra diferencia con los contratos antes mencionados, radica en que el contrato de opción no se encuentra sometido a un plazo, sino a una condición suspensiva, la cual no es más que el hecho futuro e incierto, consistente en que el optante ejerza la opción, momento en el cual nace para el concedente u otorgante la obligación de comprar o vender el subyacente sobre el cual recae el contrato.

Las opciones pueden ser de compra o de venta:

- La *opción de compra* (“*call*” en inglés), es aquella en la cual el comprador obtiene si lo desea la potestad de comprar un subyacente en una fecha y a un precio determinado; por el otro lado, el vendedor de ésta, se encuentra sujeto a vender el subyacente en una fecha y a un precio predeterminado si su contraparte lo desea.
- La *opción de venta* (“*put*” en inglés), es aquella en la cual el comprador obtiene la potestad de vender el subyacente en una fecha y a un precio determinado; por el otro lado el vendedor de esta opción, tiene la sujeción de comprar, si así lo desea la contraparte, en una fecha y a un precio determinado.

el control sobre la relación jurídica. Y así mismo, el vendedor se encuentra en una situación jurídica de sujeción, porque quien adquiere la opción, tiene la capacidad de modificar la situación de su contraparte, en el momento en que decida ejercerla. En términos de Hohfeld; se presenta “un cambio en una determinada relación jurídica por... algún hecho o grupo de hechos sobrevinientes que están bajo el control de la voluntad de uno o más seres humanos. (ver HOHFELD. Wesley. Conceptos jurídicos fundamentales. Editorial Biblioteca de Ética, filosofía del derecho y política. México DF. 1997. Págs. 67-68)

A diferencia de los dos contratos anteriores, este contrato puede ser de libre discusión cuando se celebre en el mercado OTC, o podrá ser de adhesión cuando se celebre en un mercado estandarizado, caso en el cual se sujetará a lo señalado en la Ley 964 de 2005.

4.6.3.1 Derechos y Obligaciones

a. Derechos

- Del comprador de la opción o beneficiario

- Tiene derecho a ejercer la opción de compra o venta en cualquier momento antes del vencimiento del plazo, cuando sea una opción americana; o a ejercerlo a su expiración, cuando se trate de una opción europea
- Después de ejercer la opción, tendrá derecho a entregar o recibir el subyacente, cuando el cumplimiento sea con entrega o a liquidar la posición por medio del neteo, cuando el cumplimiento sea financiero.
- Tiene derecho a modificar de común acuerdo con el concedente la forma de cumplimiento antes de la fecha de cumplimiento.
- Podrá solicitar garantías para avalar el cumplimiento de sus obligaciones contractuales, las cuales pueden perfeccionarse a través de depósitos Bancarios o cualquier otro tipo de garantías ya sean reales o personales.

- Del vendedor de la opción o concedente

- Tiene derecho a reclamar el precio o prima al comprador al momento de celebrar el contrato, o en la fecha pactada por las partes.

- Podrá modificar de común acuerdo con el comprador la forma de cumplimiento antes de la fecha de cumplimiento.

b. Obligaciones

- Del comprador de la opción o beneficiario

- Este se encuentra obligado a cancelar el precio o prima para adquirir la opción.

- Del vendedor de la opción o concedente

- Tiene la obligación de entregar o recibir (según sea el caso), el activo financiero o bien fungible, en el evento en que el comprador decida hacer uso de la opción.
- Las partes deberán cumplir las demás obligaciones impuestas por ellas, o por la Bolsa en que se negocien (cuando sean estandarizadas) o por la ley.

4.6.3.2 Formas de Cumplimiento

A diferencia de los forwards y los futuros, la Circular 100 de 1995, no consagra las modalidades de cumplimiento de este tipo de contratos. No obstante, de acuerdo a lo hasta ahora mencionado, es posible establecer que el cumplimiento de estos acuerdos se perfecciona de dos maneras diferentes:

1. Cuando se trata de operaciones delivery: haciendo entrega física del producto cuando se trate de una opción call, o recibéndolo cuando se trate de una opción put, de acuerdo a las condiciones preestablecidas por las partes.

2. Cuando se trata de operaciones non delivery: utilizando el neteo, el cual corresponde a un procedimiento matemático entre diferentes indicadores y monedas, según el subyacente pactado por las partes. En otras palabras, corresponde a una compensación entre las partes.

4.6.4 CONTRATO SWAP:

La Circular 100 de 1995 define este contrato como “contrato entre dos (2) partes, mediante el cual se establece la obligación bilateral de intercambiar una serie de flujos por un período de tiempo determinado, en fechas preestablecidas” no constituyen instrumentos financieros derivados las permutas o intercambios de títulos u otros activos.

Esta definición asimila el contrato swap a una permuta financiera y a una serie de contratos forward, cuya causa es la necesidad de reducir los costos y riesgos en que se incurre con ocasión de las variaciones en las tasas de interés o en las tasas de cambio, mientras que su objeto radica en realizar un intercambio de activos en una fecha futura determinada por las partes.

El contrato swap es de carácter bilateral, oneroso, de ejecución sucesiva, de libre discusión y solemne.

La obligación principal para ambas partes es de dar; consiste en entregarse las divisas o montos de interés en una fecha preestablecida por ellas.

4.6.4.1 Derechos y Obligaciones

En este contrato las partes tienen los mismos derechos y obligaciones entre ellas, en tanto deben desplegar las mismas prestaciones para dar cumplimiento al contrato.

a. Derechos

- Ambas partes tienen derecho a recibir el pago de la contraparte, en la fecha pactada.
- Las partes podrán compensar sus obligaciones por medio del neteo en cualquier momento y por lo tanto, dar por terminado el contrato.
- Los contratantes tienen derecho a resolver el contrato en el evento de un incumplimiento de las obligaciones en él estipuladas.
- Las partes podrán ceder el contrato, siempre y cuando sea permitido por la contraparte.
- Las partes tienen derecho a exigir el cumplimiento de las obligaciones pactadas en el contrato, sin necesidad de requerir la mora, por tratarse de un contrato sometido a plazo.

b. Obligaciones

- Las partes se encuentran obligadas a efectuar los pagos en las fechas y condiciones consagradas en el contrato.
- Las partes tienen la obligación de conservar la cosa o tenerla al momento de cumplirse el plazo, cuando se trate de entrega de bienes fungibles o divisas.

4.6.4.2 Formas de Cumplimiento

En este contrato al igual que el de opciones, no existe una normatividad que estipule las formas de cumplimiento, pero según sus características, se considera que puede darse de las siguientes maneras:

1. Con la entrega física de los subyacentes, cuando se trate de swaps sobre divisas.
2. Utilizando el neteo o compensación, cuando se trate de swaps sobre tasas de interés.

4.7 INCUMPLIMIENTO Y TERMINACION DE LOS CONTRATOS

4.7.1 CAUSALES DE INCUMPLIMIENTO

En materia de derivados, la Circular Externa 025 de 2008, reguló los siguientes eventos de incumplimiento para los contratos marco:

- a) Mora en el pago o en la entrega del subyacente.
- b) Incumplimiento en la constitución de garantías.
- c) Falta de capacidad de una de las partes para contratar.

4.7.2 CAUSALES DE TERMINACION

- a) El retardo en el pago o en la entrega del subyacente.
- b) Cuando se presente un evento de reorganización empresarial.
- c) Cuando se presente un cambio de control en la matriz y el tercero que llegue a ostentar la calidad de matriz o controlante tenga una calificación de riesgo que no sea la autorizada por la ley.
- d) La disminución en la calificación del riesgo de la contraparte.

Las causales previstas en los literales b, c y d, podrán subsanarse por mutuo acuerdo, cuando la parte que incurra en ellas ofrezca garantías adicionales para mitigar el riesgo.

Para los eventos de incumplimiento y terminación, el contrato consagra como consecuencia general la liquidación anticipada de las operaciones, que en otras palabras, no es más que la terminación del contrato.

ANEXO

CONTRATO ISDA

Con el fin de mitigar el riesgo legal en las operaciones de derivados, los actores del mercado sobre el mostrador han venido utilizando contratos estandarizados, diseñados por expertos, que les permiten estructurar sus relaciones contractuales con mayor seguridad y ajustarlas a sus necesidades. Actualmente, existen varias iniciativas por parte de distintas asociaciones o gobiernos para crear contratos estandarizados que regulan diversas operaciones financieras, entre las que se encuentran, el “ISMA⁶¹” (International Securities Master Association) para operaciones de recompra o *repos* y el “ISDA” (Internacional Swaps Derivatives Association) para operaciones de derivados.

El modelo contractual que nos interesa para este trabajo es ISDA⁶² el cual ha sido creado para regular operaciones financieras de derivados entre los bancos y sus clientes, tanto a nivel nacional como transnacional. Este modelo ha sido de gran aceptación en el mundo de las finanzas pues se caracteriza por ser el más adecuado y completo para estructurar operaciones con derivados. Algunos gobiernos lo han utilizado en su regulación. En Colombia, el Ministerio de Hacienda a través del decreto 2396 de 2000 y el Decreto 1796 de 2008 ha elaborado un contrato siguiendo sus lineamientos, con el fin de regular las

⁶¹ ISMA International Securities Master Association.

⁶² Con un número de 800 miembros provenientes de 56 países en seis continentes, la asociación ISDA, es la más grande e importante en el intercambio de derivados sobre el mostrador. Entre sus asociados se encuentran las instituciones más reconocidas del mundo (entidades financieras, empresas del sector real, entidades gubernamentales) que negocian derivados sobre el mostrador, buscando contrarrestar los riesgos del los mercados en su actividad económica. Desde su concepción, la asociación ISDA ha dirigido sus esfuerzos a reducir y gestionar los riesgos en el negocio de los derivados. Uno de sus logros más importantes ha sido el ISDA (“Master Agreement”). Alrededor de este contrato la asociación ha publicado un sin número de documentos relativos a los diferentes tipos de transacciones, opiniones legales contrato y la gestión del riesgo.

operaciones de derivados que los establecimientos de crédito celebren con el Estado.

Debido a su importancia, dedicaremos el presente anexo a estudiar su estructura y contenido.

5.1. DOCUMENTACION ISDA

La documentación ISDA llamada "Master Agreement" esta constituida por cinco escritos que crean un único marco negocial entre las partes, bajo el cual se pueden desarrollar diferentes operaciones financieras (swaps, forwards y opciones con distintos subyacentes). Ellos son:

i) El Acuerdo Marco propiamente tal (el Master Agreement) que regula el ámbito general de las operaciones, el cual contiene la estructura, objeto y los derechos y obligaciones. Este documento deja sentadas las reglas contractuales de las operaciones que en un futuro se van a realizar. ii) Un itinerario o (Schedule), en el cual se ajustan, modifican y adaptan los términos y condiciones del Acuerdo Marco propiamente tal para acoplarlos a sus necesidades específicas (jurisdicción, manifestaciones y garantías, fórmulas de compensación irrevocable o "netting", y la definición de las operaciones específicas incluidas). iii) Un Documento de Apoyo Crediticio (Credit Support Anex) en el que las partes acuerdan las garantías del contrato. iv) Cartas de Confirmación (Confirmation Letters) mediante las cuales nace la relación contractual y se somete ella a todos los documentos aquí señalados y, v) Las Definiciones (Definitions) donde se establece el significado técnico de los términos que se utilizaran en relación contractual. A continuación explicaremos en detalle cada uno de ellos

5.1.1. Acuerdo marco propiamente tal (Master Agreement⁶³)

El Acuerdo marco propiamente que se firma entre las partes no regula ningún contrato específicamente si no que deja sentadas las reglas para su posterior aplicación. Las cláusulas básicas que regulan el funcionamiento de las operaciones de derivados se encuentran especificadas en este documento.

5.1.1.1 Objeto

Regular las operaciones que a futuro van a realizar por vía telefónica o por cualquier medio idóneo para tal efecto.

5.1.1.2 Obligaciones

Con el fin de desarrollar el objeto establecido las partes se obligan:

- A realizar el pago o la entrega del activo subyacente estipulado en cada confirmación.
- A realizar los pagos o la entrega de los activos subyacentes. Los pagos de operaciones de cumplimiento financiero se deberán realizar en la fecha de vencimiento y de acuerdo a los términos pactados en la carta de confirmación; y si el pago consiste en la entrega de un activo subyacente (operaciones de cumplimiento efectivo⁶⁴) se hará en el lugar acostumbrado o de acuerdo a lo pactado en la confirmación o en alguna otra cláusula contrato.

⁶³ Actualmente existen dos modelos básicos del (Master Agreement): El moneda local/ única Jurisdicción (Local Currency /Single Jurisdiction) que se utiliza para operaciones dentro de un mismo país y el multidivisa⁶³/ trasnacional (Multicurrency – Cross Border) que se utiliza en operaciones donde los agentes se encuentran en distintos países.

- A realizar compensaciones (netting) en las operaciones de cumplimiento financiero⁶⁵; así, las obligaciones que deban ejecutarse durante la vigencia del contrato se compensan y liquidan generando un saldo a favor de uno de los contratantes, de acuerdo con el vencimiento de cada plazo⁶⁶.

El Itinerario a su vez permite que se establezcan condiciones puntuales sobre la forma en que se harán las compensaciones.

- A quedar legalmente vinculadas en los términos de cada transacción desde el momento en que se acuerda la operación, ya sea oralmente o mediante otro mecanismo y por lo tanto la confirmación deberá elaborarse inmediatamente como evidencia del acuerdo entre las partes.
- Si las partes han pactado que operara la cláusula de llamamiento al margen⁶⁷, una de las partes, o ambas en algunos casos estarán obligadas a depositar una cantidad determinada de dinero en una cuenta que servirá de garantía de su exposición crediticia en el contrato. Esta cláusula se conoce en inglés como (Threshold Amount.)

La cantidad de dinero que deben dejar en la cuenta variará dentro de unos rangos dependiendo de la posición en la cual se encuentren las partes con relación a la valoración diaria de las operaciones, es decir si la parte se encuentra ganando frente a los precios del mercado ésta podrá liberar parte de su margen, mientras que si la situación es a la inversa, tendrá que aumentar en monto de dinero depositado en la cuenta de margen. La cláusula cumple entonces una función similar a la que tienen las cámaras

⁶⁵ La compensación de las operaciones permite reducir los costos de transacción. Ejemplo: Cuatro por mil, si la transacción es en Colombia, y comisiones, IVA en algunas transacciones internacionales.

⁶⁶ Este sistema cumple con lo estipulado en el art 1715 del Código Civil Colombiano.

⁶⁷ El llamamiento al margen se da cuando la posición del agente se ve afectada de acuerdo a la valoración diaria de su operación. En este caso el agente debe aportar recursos propios para garantizar el cumplimiento de la operación en la fecha de expiración.

de compensación en las bolsas de derivados, su finalidad es evitar un eventual no-pago de uno de los contratantes. Existen tres formas de determinar dicho monto:

- Estableciendo un valor, con unos mínimos y máximos,
- un porcentaje sobre el nivel de activos, y
- montos que se establecen de acuerdo a la calificación país que definen las calificadoras de riesgo.

5.1.1.3 Supuestos de Incumplimiento y Terminación

El Acuerdo marco propiamente tal contiene seis supuestos de incumplimiento y unos eventos de terminación, que la parte que está cumpliendo puede invocar en contra de su contraparte.

- (i) El no pago o la no entrega del activo subyacente, dará lugar a la terminación del contrato. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la parte incumplida tiene un periodo de gracia de tres días en el cual podrá cumplir el contrato, antes de que la parte cumplidora lo pueda dar por terminado mediante aviso escrito.
- (ii) El incumplimiento de las obligaciones accesorias pactadas en el contrato o de dar noticia sobre un evento de terminación con la debida antelación. En caso de no subsanarse el evento de incumplimiento en un número de días siguientes –numero de días estipulado en el contrato- a su ocurrencia se dará por terminado el contrato.
- (iii) El incumplimiento de alguno de las obligaciones pactadas en el Documento de Apoyo Crediticio (Credit Support Document).

- (iv) El incumplimiento de cualquier otro contrato u obligación celebrado entre las partes. Esta situación se conoce como incumplimiento cruzado (Cross Default) y se dará siempre y cuando se haya notificado al incumplido, y el incumplimiento supere el valor de las garantías otorgadas en el documento de soporte crediticio y haya transcurrido el periodo de gracia. Esta causal de incumplimiento debe ser pactada y regulada en el Itinerario por las partes ya que si nada se dice no se aplicará.

El itinerario les permite pactar que el incumplimiento cruzado sólo operará para las operaciones definidas en las Definiciones del contrato como de “endeudamiento⁶⁸”; éstas son las correspondientes a los contratos de endeudamiento o depósitos (cuenta corriente y cuenta de ahorros). Para el incumplimiento de otras obligaciones derivadas de otros contratos la cláusula de incumplimiento cruzado no se activará.

- (v) El ingreso a un trámite de insolvencia o bancarrota⁶⁹ - entendiendo por tal en Colombia trámite de liquidación forzosa o reestructuración⁷⁰- una de las partes dará por terminado el contrato.

⁶⁸ La cláusula en inglés se ha consignado en los siguientes términos;(Specified Indebtenes)Shall have the meaning specified in Section 14, except the indebtedness or obligations in respect of deposits received in the ordinary course of the banking business of such party should not constitute Specified Indebtedness.

⁶⁹ El proyecto de ley de 282 de 2008 contiene una norma que pretende darle mas calidada a este tema: “Liquidación de operaciones con derivados. En caso de un proceso de insolvencia o concursal de cualquiera de las partes en una o más operaciones con derivados cerradas por los residentes en Colombia en el mercado mostrador o en un sistema de negociación, y si el acuerdo entre ellas o el reglamento del sistema así lo prevé, se procederán a liquidar anticipadamente todas las operaciones con derivados celebradas entre ellas y a compensarlas de tal forma que solamente quedará vigente entre ellas el saldo neto de las operaciones vencidas. Esta compensación se realizará en la forma prevista por las partes en el respectivo contrato o en el reglamento.”

⁷⁰ La cláusula contractual, mediante la cual se establece que la apertura de un acuerdo de reestructuración económica que da lugar a la terminación anticipada de los contratos no operará de acuerdo a la ley 1116 en su art. 21 el cual dice “Continuidad de contratos. Por el hecho del inicio del proceso de reorganización no podrá decretarse al deudor la terminación unilateral de ningún contrato, incluidos los contratos de fiducia mercantil y encargos fiduciarios con fines diferentes a los de garantía. Tampoco podrá decretarse la caducidad administrativa, a no ser que el proceso de declaratoria de dicha caducidad haya sido iniciado con anterioridad

Esta disposición no tiene los efectos deseados por el contrato en Colombia ya que no será posible aplicar la concepción de “unidad comercial” contenida en la cláusula de Interpretación⁷¹ del contrato, que busca que las obligaciones pendientes (independiente de su resultado; en éste caso, que la parte cumplidora quede en una posición de acreedora frente a la parte incumplida) no ingresan al acuerdo concursal como lo hacen las demás acreencias porque se entienden que fueron realizadas cuando se firmó el Acuerdo Marco.

- (vi) Si se da una fusión y la nueva empresa no está dispuesta a cumplir el contrato o a mantener las garantías otorgadas éste se dará por terminado. Es lo que se denomina en el contrato como Fusión sin Asunción.

5.1.1.4 Eventos de terminación

- (i) La adopción de cualquier ley o reglamento con posterioridad a la suscripción de una o varias confirmaciones que conviertan en *illegales* las obligaciones adquiridas en virtud de la operación, salvo que se prevea una solución especial que permita cumplir la normatividad.

a esa fecha” y por lo tanto la parte cumplida no podrá terminar las operaciones anticipadamente mediante el neteo.

⁷¹ En la cláusula de Interpretación, el Acuerdo Marco utiliza el criterio de acuerdo único o marco comercial único, con el sentido de que el propio Acuerdo, las condiciones particulares determinadas en el Itinerario, y cada una de las operaciones realizadas entre las partes, como forwards, swaps etc, que se verifican mediante la confirmación (Confirmation Letter), forman un contrato único entre las partes, concepción esta que tiene consecuencias relevantes, en el sentido de que el incumplimiento de una de las operaciones de derivados por cualquiera de las partes, puede suponer el vencimiento y la resolución del resto de las operaciones que se encuentren pendientes, y producir las compensaciones de unas con otras. Porque ha de aclararse que el acuerdo regula un conjunto de operaciones en el tiempo. De otro lado, se evita que en eventos de insolvencia las empresas puedan seleccionar los contratos favorables y desechar los que le resultan desfavorables (Cherry Picking). En esta cláusula también se establece qué parte de los documentos prevalecerá sobre las demás en caso de existir alguna disconformidad

- (ii) Cuando se modifiquen o adopten nuevas leyes, decretos o disposiciones legales de carácter tributario que hagan más onerosa la operación para alguna de las partes. Siempre y cuando las partes no hayan acordado un mecanismo compensatorio en el Itinerario para la variación económica de la operación.
- (iii) Cualquier situación que haya sido incluida por las partes como tal, en el Itinerario o en las cartas de confirmación

5.1.1.5 Efectos de la terminación del contrato

Para los casos en que se ha dado un evento de incumplimiento o un evento de terminación del contrato se han establecido cláusulas que regulan la liquidación o terminación anticipada de todas y cada una de las operaciones pendientes entre las partes.

El procedimiento a seguir consiste en que la parte que incumple, deberá presentar un informe a su contraparte dentro de los 20 días siguientes especificando el incumplimiento en que ha incurrido, y seleccionar un día, no antes del aviso del incumplimiento, como momento en el cual debe operar la terminación anticipada de las operaciones. Aunque si las partes han pactado un Evento Automático de Terminación Anticipada (Automatic Termination Event) en el Itinerario, la fecha de terminación para todas las operaciones pendientes se aplicará desde la fecha misma de la ocurrencia del evento. Precisada la fecha de terminación anticipada habrá lugar al neto de las operaciones.

5.1.2. Acuerdo Especifico o Itinerario (Schedule)

Este documento está destinado a incluir las modificaciones al Acuerdo Marco para ajustarlo a las necesidades de los contratantes, modificaciones y adiciones tales como la inclusión de la fuerza mayor común, eventos de terminación previa del contrato y nuevos sistemas de liquidación y compensación de las obligaciones. Este documento contiene cinco partes, las cuales se denominan (Part) y determinan los puntos a *modificar y diligenciar* respecto del Contrato Marco propiamente tal; Parte 1: Supuestos de Terminación, Parte 2: Declaraciones Fiscales, Parte 3: Acuerdo para la entrega de Documentos, Parte 4: Aspectos Varios y Parte 5: Otras Provisiones. Sépase que el Itinerario lo único que hace, es hacer modificaciones generales al Acuerdo Marco ya que las operaciones concretas quedan plasmadas en la Carta de Confirmación, como explicaremos más adelante.

5.1.3. Documento de apoyo crediticio (Credit Support Anex)

En este documento, las partes acuerdan las garantías que se otorgarán durante la ejecución del contrato. Estas garantías buscan mitigar el riesgo de crédito: una fianza, una hipoteca, una prenda, el endoso en garantía de títulos valores, los llamados colaterales⁷² o cualquier operación que respalde el cumplimiento de las obligaciones de las partes del contrato.

5.1.4. Cartas de Confirmación (Confirmation Letters)

Son documentos que se incorporan al contrato marco, en los cuales se establecen las condiciones particulares de cada una de las operaciones celebradas con

⁷²Este termino no existe en la normatividad Colombiana, pero se entiende como cualquier tipo de garantía otorgada por un deudor. Es el termino genérico de utilizado para referirse a una garantía en el derecho Anglosajón.

derivados (activo subyacente, cantidad, calidad, precio, fecha de cumplimiento), las cuales se verifican una vez negociadas telefónicamente o por vía telemática en este documento. La confirmación es el documento mediante el cual inicia la relación contractual efectivamente. Como explicamos antes el Acuerdo Marco en sí, es el documento que ofrece las condiciones para que sea posible realizar las operaciones de derivados y las Confirmaciones son los documentos que darán aplicación concreta a dichas condiciones. Cada uno de estos escritos que se suscriben al realizar una operación, requiere la firma de las partes y debe ser elaborado una vez se ha llevado a cabo la negociación. De ahí el sentido de su nombre Carta de Confirmación.

5.1.5 Definiciones (Definitions)

En este documento se incorporan definiciones técnico financieras de las operaciones con derivados. Con estas definiciones se busca darle contenido jurídico a los conceptos utilizados y así reducir el riesgo de las distintas interpretaciones sobre los mismos⁷³.

5.1.6 Responsabilidad

Finalmente las partes afirman que actúan por su cuenta y toman las decisiones por cuenta propia basados en su propio criterio por lo cual tiene la capacidad de evaluar y entender los efectos de este contrato y asumen los riesgos financieros y

⁷³ Entre las definiciones dadas por los ISDAS encontramos: Definiciones de derivados sobre productos básicos de 1993 (1993 ISDA Commodity Derivative Definitions), definiciones de derivados sobre renta variable (1996 ISDA Equity Derivatives Definitions), definiciones de opciones y bonos soberanos (ISDA Government Bond Options Definitions), definiciones de tipo de cambio y opciones de divisas de 1998 (1998 ISDA FX and Currency Option Definitions), definiciones del euro 1998 (1998 Euro Definitions), Definiciones de Derivados de Credito ("1999 Credit Derivatives Definitions), Definiciones del 2000 (2000 ISDA Definitions).

de otro tipo que incorpore la transacción, y establecen hasta donde entiende la contraparte el alcance del riesgo de las respectivas transacciones⁷⁴.

⁷⁴ Esto en el derecho anglosajón se conoce como (Suitability), se refiere al deber especial de un broker/dealer frente a los inversionistas de hacer recomendaciones apropiadas con relación a la compraventa de instrumentos de inversión.

CONCLUSIONES

Los derivados financieros corresponden a un tema que todos los días adquiere mayor relevancia económica a nivel mundial, por lo cual se hace necesaria una adecuada regulación de los derechos y obligaciones que surgen entre las partes a la hora de realizar este tipo de operaciones.

Es importante que las partes entiendan los efectos que se derivan de éste tipo de operaciones, ya que éstas pueden implicar severas consecuencias económicas a las partes y al sistema financiero de un país, si las utilizan irresponsablemente.

Si bien es cierto que los derivados han surgido para la cobertura de los riesgos a los que se ven expuestos los agentes, es importante resaltar que a veces se utilizan con fines especulativos, y por lo tanto se hace imprescindible la comprensión del funcionamiento de la operaciones y el marco legal bajo el cual éstas se ubican.

Con la nueva regulación expedida en el año 2008, se espera que el mercado de derivados en Colombia tenga un mayor dinamismo y se obtenga la seguridad jurídica que permita su desarrollo.

BIBLIOGRAFIA

1. PAGINAS WEB:

<http://www.banrep.gov.co> (enero/2007)

<http://www.bis.org> (enero/2007)

<http://www.bna.com.co> (enero/2007)

<http://www.bvc.com> (enero/2007)

<http://www.erisk.com> (enero/2007)

<http://www.isda.org> (enero/2007)

<http://www.minhacienda.gov.co> (enero/2007)

<http://www.ramajudicial.gov.co> (enero/2007)

<http://www.superfinanciera.gov.co>(enero/2007)

<http://www.tercermundoeconomico.org.uy> (enero/2007)

2. TEXTOS ACADEMICOS:

FABOZZI, Frank J. y MODIGLIANI, Franco. Capital Markets: Institutions and Instruments. Prentice hall, New Jersey, USD.1996.

FERRI, Luigi. La Autonomía Privada Ed. Revista de Derecho Privado. Madrid.1968

FRADIQUE, Carlos. Brigard & Urrutia Presentación. Derivados. Bogotá 21 de Octubre 2005.

GHERSI, Carlos Alberto. Contratos civiles y comerciales. Tomo I. Editorial Astrea. Buenos Aires, Argentina. 1998

HOHFELD. Wesley. Conceptos jurídicos fundamentales. Editorial Biblioteca de Etica, filosofía del derecho y política. Mexico DF. 1997

HUBBARD, R. Glenn. Money, The Financial System and The Economy. Addison Wesley, Boston, 2000.

HULL, John C. Options, Futures, and Other Derivatives. Fifth Edition Prentice Hall Editions, New Jersey, USA, 2002

KENDALL, Backstrand. Harvard Business School. Notes for Class discussion. Marzo 4, 1997.

MILLER, Merton H. Los Mercado de Derivados. Traducción, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 1999.

OSPINA FERNANDEZ, Guillermo y OSPINA ACOSTA, Eduardo. Teoría General del Contrato y el Negocio Jurídico. Editorial Temis, Bogotá 1998.

RENGIFO, Ramiro. Títulos Valores. Editorial Señal Editora. Medellín – Colombia. Decima primera edición.

SAMUELSON, Paul. Microeconomía. Editorial. Macgraw Hill, Edicion 17, 2002.

STIGLITZ, Rubén. Contratos. Teoría General. Tomo II. Editorial Depalma. Buenos Aires. 1993.

VANEGAS MARTINEZ, Francisco. Riesgos Financieros y Económicos. Productos Derivados y Decisiones Económicas bajo Incertidumbre. Editorial Thomson. México. 2006.

3. ARTICULOS:

BOTERO, Juan Carlos. Desmitificando el Riesgo de los Derivados: Caso Procter & Gamble. En Revista Capital Inteligente, Grupo Bancolombia, Edicion 17, Mayo 2007

CAÑAS ARBOLEDA, Natalia. Perspectivas del Mercado de Derivados en Colombia. Retraso Derivado del Desconocimiento. En Ad- Minister, Revista de administración. Universidad Eafit. Julio – Diciembre. 2006.

CLAVIJO, Sergio. Estructura y Desarrollo del Mercado de Derivados en Colombia. En Enfoque Mercado de Capitales, Anif- Deceval, Noviembre 2006.

MENDOZA, Mateo. Contratos Derivados: Apuntes Jurídicos para el desarrollo de un Mercado en Colombia. En Revista de Derecho Privado, Universidad de los Andes, Diciembre 2005.

4. NORMAS JURIDICAS:

Circular Externa 100 de 1995. Superintendencia Bancaria.

Circular Externa 014 de 1998 de la Superintendencia Bancaria.

Circular Externa 025 de 2008 de la Superintendencia Financiera.

Código Civil Colombiano.

Decreto 1796 de 2008.

Decreto 1797 de 2008.

Ley 51 de 1918.

Ley 510 de 1999.

Ley 964 de 2005.

Resolución Externa 36 de 1992. Junta Directiva del Banco de la República.

Resolución 1200 de 1995, Superintendencia de Valores.

Resolución 1201 de 1995, Superintendencia de Valores.

Resolución 1264 de 1996. Superintendencia de Valores.

Resolución Externa 8 de 2000, Junta Directiva del banco de la República.