Informe a la Misión

para

El Estudio de los Mercados de Capital en Colombia

El Mercado de derivados en Colombia:
Desarrollo del Mercado y Asuntos de la Política Pública

Preparado por: Mark J. Powers

30 Montgomery St. Jersey City N.J. 07302

Tel. (201) 434 8181 - Fax (201) 434 7356

EL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA: DESARROLLO DEL MERCADO Y ASUNTOS DE LA POLÍTICA PÚBLICA

Contenido

RESUMEN EJECUTIVO
- A. Conclusiones del Estudio
- B. Potenciales Impedimentos para Colombia
- C. Recomendaciones acerca de la bolsa de futuros/opciones
- D. Recomendaciones acerca del mercado no oficial (OTC)

I. Introducción y Objetivos

II. Revisión de Nuevas Bolsas
- A. Bolsa de Mercaderías y Futuros (BM&F) Brasil
- B. MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S. A. (MEFF Renta Fija) (Barcelona) España
- C. MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados (MEFF Renta Variable) (RV) -- Madrid
- D. Bolsa Internacional de Futuros Manila, Filipinas
- E. La Bolsa de Futuros de Suráfrica (SAFEX) Suráfrica
- F. Bolsa de Productos de Kuala Lumpur (KLCE), Malasia
- G. Bolsa de Futuros Financieros y Opciones de Kuala Lumpur (KLOFFE)
- H. Bolsa Monetaria de Malasia (MME)
- I. Bolsa Austriaca de Futuros y Opciones (OTOB) Austria
- J. Mercado Italiano de Futuros (MIF) Italia
- K. Mercado Italiano de Derivados (IDEM) de la Bolsa Italiana de Acciones
- L. FINEX (División de la Bolsa de Algodón de Nueva York) Estados Unidos
- M. Resumen y Conclusiones

III. Un Estudio de las Bolsas
- A. Los Asuntos del Estudio
- B. Impedimentos Potenciales y Asuntos Relacionados

IV. El Mercado No Oficial (OTC) en Colombia
- A. Introducción
- B. Visión General del Producto
- C. Regulación del Mercado OTC de Derivados
- D. Autoridad para Regular las Operaciones de Derivados en Colombia

V. ANEXO A
- A. Descripción del Producto
- B. Descripción Posterior y Discusión de los Asuntos

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este documento es:

- revisar y evaluar la experiencia de algunos países en su desarrollo de bolsas de futuros/opciones, e

- investigar y evaluar el mercado no oficial colombiano de derivados y otros instrumentos financieros y del mercado de capital

A. Conclusiones del Estudio:

Las principales conclusiones de encuestas realizadas en numerosas bolsas de derivados del mundo son las siguientes:

1. Las bolsas que se iniciaron en países con tasas de interés altas o ascendentes a corto plazo parecen alcanzar niveles de mayores volúmenes de operaciones más pronto que en países con tasas de interés bajas, en descenso o relativamente estables.

2. Las bolsas con éxito fueron capaces de construir un volumen de transacciones relativamente grande dentro de los dos o tres años posteriores a su apertura. Las bolsas que no tenían un volumen diario que sobrepasara los 5.000

contratos al día a fines del tercer año no experimentaban ningún crecimiento posterior significativo al quinto año.

3. Los contratos pequeños, que permiten requisitos de menor margen, y que por lo tanto, potencialmente pueden permitirse un mayor número de negociadores, parecían constituir un factor importante en el volumen de atracción por lo menos en dos casos, la Bolsa de Mercaderías y Futuros del Brasil y la MEFF de España.

4. La mayor parte de los problemas de crecimiento y desarrollo mencionados fueron auto generados y tenían que ver con: mantener la credibilidad de la bolsa, ineficiencias administrativas, deficiente control de costos y personal con falta de independencia de los miembros de la bolsa para hacer cumplir las normas.

5. Muchos funcionarios de la bolsa consideraron que los requisitos de capital inicial para pertenecer a la cámara de compensación eran demasiado bajos.

6. Uno de los problemas que representaban un mayor desafío para los encuestados se relacionaba con el establecimiento de una base de personas conocedoras y bien entrenadas en el gobierno con la adecuada perspectiva acerca de los asuntos de política pública, apreciación del rol que los mercados de futuros/opciones y derivados desempeñan en el desarrollo de los mercados de

capital de un país y una conciencia del valor y beneficio de la especulación como parte integral de una exitosa política de fijación de precios de mercado libre.

7. Prácticamente todos los encuestados comentaron que reducirían sus gastos en grandes conferencias y publicidad para establecer el nombre y presencia de la bolsa para concentrar en cambio sus presupuestos promocionales en seminarios estructurados, talleres de trabajo y reuniones para pequeños grupos de participantes seriamente interesados en el mercado y con énfasis en asuntos relacionados con el riesgo específico de manejo y operación.

8. Todos los encuestados hicieron énfasis en la dificultad de generar liquidez y en la necesidad de generadores de mercados y "locales" (i.e., negociadores profesionales locales como miembros particulares).

Es probable que en Colombia, el fuerte crecimiento económico, alta inflación, déficits comerciales y de presupuesto en aumento, todos resultantes en un mayor riesgo económico y balances generales corporativos más altamente apalancados, sirvan de catalizador al crecimiento de operaciones de derivados. Es más, la comunidad de negocios en Colombia desea y necesita contar con instrumentos financieros derivados como herramientas de manejo de riesgo y activos, especialmente para servicios de cubrimiento/operación de tasas de interés y divisas extranjeras.

B. <u>Potenciales Impedimentos en Colombia</u>:

Existen varios impedimentos potenciales para desarrollar con éxito una bolsa de futuros/opciones en Colombia, entre ellos:

1. La falta de conocimiento entre la gente, tanto de la industria como del gobierno, de las operaciones de derivados.

2. La distorsión cultural en contra de la especulación. (Para que una bolsa colombiana tenga éxito, es necesario atraer y estimular el desarrollo de una clase profesional de especuladores. Tendría que reducirse la distorsión cultural, dentro del gobierno y en la sociedad en general, en contra del especulador profesional y aficionado.)

3. La falta de un acceso fácil a la información completa y exacta acerca de los activos y pasivos de los bancos y compañías comerciales.

4. La ausencia de sistemas y modelos eficientes en los bancos y compañías comerciales para analizar el riesgo asociado con sus estrategias de balances y políticas y procedimientos para administrar el proceso de manejo del riesgo.

5. La ausencia de empresas bien capitalizadas tipo agente, capaces de "generar mercados" en los diferentes futuros/opciones a través de subastas y ofertas continuas en una extensión establecida.

6. La resistencia potencial entre corredores/agentes a la segregación especial de los fondos del cliente y los márgenes de depósitos en efectivo para facilitar *settlements* diarios en efectivo.

C. Recomendaciones acerca de la bolsa de futuros/opciones:

Antes de abrir una bolsa de futuros/opciones en Colombia, recomendamos que:

1. Se inicie un amplio programa de entrenamiento y educación, conjuntamente entre el gobierno y la industria, para desarrollar una habilidad local en los diferentes aspectos de la operación de futuros/opciones, manejo de bolsa y análisis de los complejos asuntos de fijación de precios relacionada con los futuros/opciones y otros instrumentos de la operación de derivados.

2. Se realice un esfuerzo específico para establecer "locales" y "generadores de mercado" bien capitalizados. (Recomendamos establecer una compañía de propiedad conjunta de consorcios bancarios, corredores y otras firmas comerciales, que actúe como generador inicial del mercado, con el requisito de que proporcione continuas subastas y ofertas en una extensión dada.)

3. Cualquier bolsa colombiana de futuros/opciones admita entre sus normas el proceso de "novación por sustitución" a fin de proteger los derechos y obligaciones de todas las partes al permitir la cancelación de contratos por compensación en la cámara de compensación.

4. La interpretación de la ley tributaria colombiana sea oficialmente aclarada en relación con la aplicación del impuesto sobre la renta, el impuesto de timbre y la retención en la fuente y que Colombia adopte estándares internacionales para la contabilidad de ganancias y pérdidas de la actividad de los derivados.

5. Se exija a los corredores/agentes colombianos segregar todos los fondos de los clientes de los suyos propios y que las leyes de insolvencia sean revisadas y clarificadas en relación con el tratamiento de tales fondos del cliente segregados, en el evento de quiebra.

6. Colombia desarrolle clasificaciones de registro y guías de operación para los administradores monetarios profesionales en los mercados de futuros y opciones.

7. Las leyes de la bolsa exijan una total divulgación por parte del corredor al cliente y del cliente al corredor, de toda la información relevante acerca de la transacción. Debe exigirse a los vendedores y su organización que revelen al cliente, antes de que se celebre la transacción, todos los riesgos

importantes asociados con la misma, incluyendo riesgos de crédito asumidos por cada una de las partes y comisiones, gastos de ventas o administrativos, más el nivel de retorno que debe tener la inversión para que el cliente alcance un punto de equilibrio en la inversión. El cliente debe manifestar a los vendedores que sabe lo que está haciendo y que está en condiciones de asumirlo.

8. Las reglas de la bolsa establezcan procesos y procedimientos en virtud de los cuales se ordene que los conflictos entre los miembros y entre los miembros y los clientes sean resueltos a través de un sistema de Resolución Alternativa de Conflictos (ADR), que incluye mediación, conciliación y arbitramento.

D. Recomendaciones acerca del Mercado No Oficial (OTC):

Recomendamos que:

1. A fin de estimular la competencia y fomentar el desarrollo, Colombia permita un mercado OTC de derivados a personas autorizadas que aparezcan ante el público como corredores de productos financieros OTC o que actúen por su propia cuenta como proveedores o agentes dispuestos a generar un mercado, adquirir, vender o intercambiar con el público un producto financiero derivado.

2. Los comerciantes y profesionales que negocien con derivados estén exentos de tal licencia y que se establezca un proceso simplificado de aprobación

de productos y/o licencias para instituciones tales como bancos y compañías de seguros, que ya están licenciados como intermediarios financieros para ofrecer productos financieros al público y que deseen ofrecer derivados OTC al público. Sin tal exención, Colombia corre un riesgo real de que el sistema regulatorio OTC se convierta en una carga, contraproducente y asfixiante para la actividad empresarial.

3. La regulación no enumere, limite o restrinja específicamente la oferta de nuevos productos derivados, con excepción de aquellos basados en productos o servicios que estén clasificados como peligrosos o ilícitos.

4. Colombia clasifique todos los instrumentos del mercado de capital como valores o derivados y que establezca entonces una serie de normas que rijan la operación de derivados, tanto en bolsa como en el mercado OTC. Surgen asuntos especiales de clasificación en el caso de certificados de opción e instrumentos de tipo certificados de opción que contienen las características legales de contratos de valores y derivados. Los valores deben estar regulados por las normas vigentes de valores y los derivados por la nueva reglamentación.

5. Colombia establezca una sola autoridad reglamentaria que regule todos los futuros, opciones, otros derivados y operación de valores en Colombia, en bolsa o en el mercado OTC. La agencia existente que resultaría más lógica es la Superintendencia de Valores.

6. Que para garantizar la operación de derivados y el derecho a regularla, tanto en el mercado OTC como en la bolsa, se utilice la autoridad de la Sala General de la Superintendencia de Valores (Sala General) durante un período interino mientras que la legislación se prepara y se presenta al Congreso.

7. Las principales responsabilidades de regulación para la protección del interés público, bien sea en la bolsa o en el mercado OTC, sean:

- proteger al público de prácticas de ventas fraudulentas y abusivas;
- salvaguardar la integridad financiera del mercado;
- proteger al mercado de practicas abusivas; y
- hacer cumplir la responsabilidad auto-reguladora.

8. El gobierno colombiano autorice la creación de Organismos Auto-Reguladores (SRO's) y los faculte para establecer políticas, procedimientos, normas y reglas que rijan la conducta de sus miembros con respecto a sus negociaciones con el público. El papel del gobierno, más allá de autorizar su creación, debe ser el de supervisar, revisar y auditar los SRO para velar porque se establezcan y se cumplan reglas equitativas de conducta.

9. Como medida de protección en contra de un riesgo sistemático indebido, Colombia establezca y haga cumplir, o exija que los SRO establezcan y hagan cumplir los requisitos mínimos de capital con base en el volumen de negociaciones y el riesgo de compromisos asumidos por las partes. No estamos

en posición de recomendar un nivel preciso de capital mínimo, pero a juzgar por nuestro conocimiento del mercado colombiano, la experiencia en otros países y el sentido común, consideramos que 1.000 millones de pesos sería una cifra suficientemente alta como nivel mínimo para garantizar un grado de seriedad considerable de los participantes, sin que constituya tampoco una indebida barrera de participación.

10. Se exija a los titulares de las licencias que presenten informes periódicos a sus SRO o al gobierno en cuanto al nivel de su capital se refiere.

EL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA:

DESARROLLO DE MERCADO Y ASUNTOS DE LA POLÍTICA PÚBLICA

I. Introducción y Objetivos

La Misión para el Estudio de Mercados de Capital en Colombia está estudiando varios asuntos importantes relacionados entre, otras cosas, con el manejo del riesgo y el desarrollo de un mercado de futuros/opciones en Colombia. De establecerse en Colombia una Bolsa de Futuros/Opciones, debería tener como propósito el apoyar el desarrollo del sistema financiero colombiano, el ambiente de inversión y los mercados de capital. Debería lograr que los intereses comerciales y de negociación hagan un m mejor manejo de los portafolios de inversión y de la tasa de interés, de la moneda y otros riesgos financieros asociados con los cambios en las tasas domésticas e internacionales de interés y los valores monetarios. En apoyo a la terminación del informe general de la Misión de Mercados de Capital, se le ha solicitado a Mark J. Powers analizar los asuntos relacionados con el desarrollo de un mercado de futuros y opciones en Colombia así como también aquellos relacionados con la operación de instrumentos derivados del merado de capital en el mercado no oficial (O-T-C).

Los objetivos de esta consultoría son:

A. Revisar y evaluar la experiencia de ciertos países en su desarrollo y uso de instrumentos de cobertura y bolsas de futuros/opciones.

B. Investigar, revisar y evaluar el mercado no oficial de Derivados y otros instrumentos financieros y del mercado de capital en Colombia; y dar asesoría en varios asuntos de regulación y de política pública relacionados con la operación de los mercados colombianos de capital.

Específicamente la consultoría debe:

1. Preparar de fuentes secundarias un breve resumen descriptivo de algunos mercados de futuros/opciones desarrollados recientemente en otros países.

2. Dirigir un estudio, y reportar sus resultados, entre los más altos funcionarios de dichas bolsas de futuros/opciones recientemente desarrolladas y/o de los más altos funcionarios de dichos países a fin de obtener sus respuestas a las siguientes preguntas: " En retrospectiva, qué debió haberse hecho de manera diferente en el desarrollo de operaciones de futuros/opciones, bolsa y estructura de regulación en su país? y por qué?"

3. Estudiar el mercado de capital no oficial en Colombia concentrándose, entre otras cosas, en:

(a) La definición y descripciones de los productos derivados del mercado de capital no oficial en Colombia;

(b) Los aspectos relacionados con la autorización de licencias de agentes OTC y con las responsabilidades de tales agentes; y

(c) Los elementos y asuntos de la política pública especialmente en relación con el mercado OTC.

Este documento presenta un informe de la consultoría anterior incluyendo ideas y puntos que surgieron a raíz de una semana de visita a Colombia, durante la cual se celebraron una serie de exhaustivas discusiones con abogados, funcionarios del gobierno y participantes del mercado. Los resultados de esas reuniones no están identificados separadamente sino incorporados al contexto general del presente informe.

II. Revisión de Nuevas Bolsas

En los últimos años muchos países han establecido bolsas especiales para la operación de derivados, principalmente futuros, opciones y *swaps* en instrumentos financieros y productos. Esta sección proporciona una descripción general de doce de estas bolsas localizadas en ocho países. La mayoría de ellas concentraron sus líneas de productos en instrumentos financieros relacionados con tasas de interés a corto plazo, índices de cotización o monedas. Algunas han

ofrecido futuros u opciones en productos agrícolas que no siempre constituyeron la razón principal del desarrollo inicial de la bolsa sino más bien, contratos obtenidos a través de la absorción, adquisición o fusión de otra bolsa con dichos productos. En todos los países había bolsas de valores al momento de iniciar las bolsas de derivados, aún cuando algunos de esos mercados estaban mejor desarrollados que otros.

A. Bolsa de Mercaderías y Futuros (BM&F) del Brasil

La Tabla A.1 presenta una visión general estadística y descriptiva de la economía brasilera y del ambiente económico en el cual operó la bolsa durante los últimos años.

Tabla A.1

1. Visión General de la Bolsa

La Bolsa de Mercaderías & Futuros (BM&F) fue creada en mayo de 1991 a través de la fusión de dos bolsas de mercaderías -- La Bolsa Mercantil y de Futuros (fundada en 1986) y la Bolsa de Mercaderías de Sao Paulo (fundada en 1917). La BM&F, que utiliza el sistema tradicional de negociación *open outcry pit*, es la bolsa de futuros más grande de América Latina, clasificada como la quinta del mundo en volumen de contratos negociados en 1994. Dos contratos de la BM&F fueron clasificados entre los diez contratos más importantes

negociados en el mundo por volumen de negociación -- el contrato en dólares de los Estados Unidos (quinto) y el contrato de tasa de interés (noveno). La BM&F también opera un mercado de *swaps* a través de un sistema de negociación electrónica. En 1994, la negociación de *swaps* ascendió a casi un 10 por ciento (9.959.280 contratos) del volumen de negociación dela Bolsa. El volumen anual de negociación aparece resumido en la Tabla A.2.

La Bolsa ha experimentado un rápido crecimiento en volumen e interés abierto. El volumen diario de negociación alcanzó en promedio aproximadamente 140.289 contratos en 1992; 208.854 contratos diarios en 1993; 411.927 contratos diarios en 1994 y 573.538 contratos diarios durante el primer semestre de 1995. Al 30 de junio de 1995, los contratos de interés abierto eran 3.185.903, registrando un incremento de más del 48 por ciento con relación a junio de 1994 (2.145.562 contratos). Los contratos financieros sobrepasaron el 99% del volumen de negociación de la Bolsa. Los productos financieros negociados incluían futuros y opciones en tasas de interés (las tasas de un día y 30 días de Interbank son los dos contratos de tasas de interés más activos), futuros y opciones en contratos de índices bursátiles (Índice Bovespa) y futuros y opciones en dólares. (También se negocian futuros en oro, ganado y café.)

Tabla 2.A

2. Cámara de Compensación

La cámara de compensación funciona como un departamento de la Bolsa y cuenta actualmente con 78 miembros.

3. Regulación

El contrato de índice bursátil (Bovespa) está regulado por la Comisión de Valores y Bolsas. Todos los demás contratos están regulados por el banco central.

B. MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija S. A. de Barcelona, España (MEFF Renta Fija) (RV)

C. MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Madrid(MEFF Renta Variables) (RV)

La Tabla C.3 muestra una visión general estadística y descripción de la economía española y del ambiente económico en el cual han operado las bolsas durante los últimos años.

Tabla C.3

1. Visión General de la Bolsa

En diciembre de 1991, se creó la Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija S. A. para crear una política y una Junta Directiva comunes para la bolsa de tasas de interés y derivados de renta fija (MEFF RF) y la bolsa de productos derivados de renta variable (MEFF RV). La negociación se hace a través del sistema Smart de negociación electrónica de la MEFF, aún cuando algunos agentes han observado que, con respecto a las opciones, todavía se realiza telefónicamente un considerable volumen de negociación por la dificultad de desarrollar complejas estrategias de opciones en pantalla. La Sociedad cuenta aproximadamente con 40 accionistas entre los cuales están los principales bancos comerciales y entidades de ahorros, así como las cuatro bolsas españolas de valores.

La MEFF RF, que tiene aproximadamente 63 miembros incluyendo bancos nacionales y extranjeros y compañías de corretaje de bolsa, negocia futuros en bonos del gobierno a 3 y 10 años y futuros y opciones a la tasa de interés interbancario de Madrid (MIBOR). Los futuros de bonos ficticios a 10 años (inscritos en 1992) constituyen el contrato de futuros de la MEFF RV más activamente negociados, que ascienden casi al 76% del volumen de negociación de futuros de la bolsa en 1994. El Mibor a 90 días (inscrito en 1990) es el segundo contrato de futuros más activo y equivale casi al 21.5% del volumen de negociación de futuros de 1994. De acuerdo a los estimados publicados, más del 40 por ciento de los bonos a 10 años y más del 50 por ciento de las negociaciones MIBOR es realizado por cuentas extranjeras. En 1991 la Bolsa inscribió también dos contratos de moneda (peseta/dólar y peseta/francos

alemanes) que negociaron 66.850 contratos en 1992, el primer año completo del contrato. Sin embargo, los dos futuros de moneda sólo negociaron 3.198 contratos en 1993 y han sido eliminados del registro. (Ver Tabla C.4)

La MEFF RV negocia futuros y opciones en el Índice Bursátil IBEX 35. Con respecto al contrato IBEX, artículos publicados en revistas financieras han destacado que en un principio los negociadores criticaron el pequeño tamaño del contrato y esperaban que se incrementara el tamaño del punteo. Sin embargo, más tarde observaron que el contrato de menor tamaño acudía a pequeños inversionistas, lo que llevaba a un incremento de liquidez.

Ambas bolsas han experimentado un rápido crecimiento en volúmenes de negociación. Ver Tabla C.4 y C.5. Las cuentas publicadas han observado que el gran aumento del volumen de negociación de 1994 se debió en gran parte a la incrementada presencia en el mercado de administradores de fondo reaccionando a una disminución en el mercado de bonos. A finales de junio de 1995 los contratos de interés abierto de la MEFF RF (FIJA) llegaban a 60.408, disminuyendo en relación con 122.416 contratos de interés abierto en junio de 1994. A finales de junio de 1995 los contratos de interés abierto de MEFF RV (Variable) eran 653.641, registrando también una disminución en relación con 878.677 contratos en junio de 1994. Ver Tablas C.4 y C.5. Entre enero y junio de 1995 el volumen de negociación de MEFF RV clasifica en la posición número doce entre las bolsas del mundo. Los informes publicados también destacan que la rentabilidad de las bolsas ha permitido que los honorarios dela bolsa se

reduzcan y que la competencia ha disminuido las comisiones de corretaje haciendo que algunos corredores entiendan que a fin de mantener su negocio, deben comenzar a mercadear servicios y no sólo acceso al mercado.

Tabla C.4

Tabla C.5

2. Cámara de Compensación

La cámara de compensación funciona como un departamento de cada bolsa.

3. Regulación

Ambas bolsas están reguladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV bajo la ley del Mercado de Valores.

D. Bolsa de Futuros Internacionales de Manila, Filipinas

La Tabla D.6 presenta una visión general estadística y descriptiva de la economía de Filipinas y del ambiente económico en el cual ha operado la bolsa durante los últimos años.

Tabla D.6

1. Visión General de la Bolsa

La Bolsa de Futuros Internacionales de Manila fue creada en 1984 e inscribió sus primeros contratos (azúcar y soya) en 1986. En 1990 agregó su primer contrato de futuros financieros (contrato de tasa de interés) seguido por contratos de moneda en 1991 (dólar americano/marco alemán, dólar americano/yen, dólar americano/libra y dólar americano/franco suizo). En 1992 se inscribió un contrato dólar americano/peso filipino.

Actualmente los de moneda son los únicos contratos activos de futuros financieros. Sin embargo, en 1994 los futuros agrícolas continuaban equivaliendo al casi 87% del volumen de negociación de la Bolsa. El contrato de tasa de interés, actualmente inactivo,negoció sólo 5.472 contratos en 1993 y 7.672 en 1994. De igual forma, el contrato dólar americano/peso filipino, que también está inactivo, negoció sólo 3.634 contratos en 1993 y 2.356 contratos en 1994. El contrato dólar americano/yen es el contrato de futuros financieros más activo de la Bolsa y equivale casi al 5.3% (163.542 contratos) del volumen de negociación de 1994 seguido por el contrato dólar americano/libra, que ascendió al casi 3.1% (97.004 contratos) del volumen dela bolsa en 1994. Aún cuando el volumen general de negociación disminuyó considerablemente en el primer semestre de 1995, la negociación de futuros de moneda se incrementó casi en un 3%. El

interés abierto también bajó fuertemente pasando de 304.364 contratos a finales del mes de junio de 1994 a 56.918 contratos a finales de junio de 1995. Los volúmenes anuales de negociación de futuros aparecen resumidos en la Tabla D.7. La Bolsa no ha inscrito aún los contratos de opciones.

Tabla D.7

2. Cámara de Compensación

La cámara de compensación (Manila International Futures Clearing House Inc.) funciona como una entidad independiente cuyo 40 por ciento pertenece a la Bolsa.

3. Regulación

Tanto la bolsa como la cámara de compensación están reguladas por la Comisión de Bolsas y Valores.

E. La Bolsa Sudafricana de Futuros (SAFEX) de Sur África

La Tabla E.8 presenta una visión general estadística y descriptiva de la economía sudafricana y del ambiente económico en el cual ha operado la bolsa durante los últimos años.

Tabla E.8

1. Visión General de la Bolsa

La Bolsa Sudafricana de Futuros fue creada en 1990 cuando la nueva bolsa acudió al mercado no oficial (O-T-C). La bolsa utiliza un sistema de negociación telefónica con subastas y ofertas en pantallas Reuters pero está en proceso de instalar su sistema de negociación electrónica desarrollado internamente. La Bolsa negocia dos contratos de futuros y opciones de índice bursátil que ascendieron a más del 85% del volumen de negociación de la Bolsa en 1994; uno de futuros y opciones de índice de oro que ascendió a más del 14% del volumen de 1994 y futuros y opciones en Krugerrands, bonos a largo plazo y pagarés bancarios a tres meses. Los contratos de futuros en bonos a largo plazo (contrato E168 inscrito en 1990 y R150 inscrito en 1994) sólo negociaron 6.903 contratos en 1993 y 10.245 contratos en 1994. De igual forma, los contratos de futuros de pagarés bancarios a tres meses (inscritos en 1993) negociaron sólo 2.135 contratos en 1993 y 3.901 en 1994. A finales de junio de 1995 el combinado en bolsa de futuros y opciones de interés abierto era de 474.283 contratos, lo que representaba una ganancia significativa a junio de 1994 (348.674 contratos). Los volúmenes anuales de negociación aparecen resumidos en la Tabla E.9. Un punto interesante en relación con el volumen de negociación de la Bolsa entre enero y junio de 1995 es que con los mismos contratos inscritos, el volumen de opciones excedió ligeramente el volumen de negociación de futuros.

Con relación a nuevos productos, SAFEX planeaba introducir futuros y opciones en acciones individuales a finales de 1994 pero esta operación se ha visto demorada debido a la preocupación del gobierno por los sistemas de vigilancia y procedimientos *cross-market* entre SAFEX y la Bolsa de Valores de Johannesburgo y por la preocupación por la dilución de liquidez en el mercado de acciones.

Tabla E.9

2. Cámara de Compensación

La cámara de compensación de la Bolsa, SAFEX Clearing Company Ltd. (SAFCOM) pertenece a sus 10 miembros y funciona principalmente como proveedor de servicios a la Bolsa. El Director Administrativo de SAFCOM es también el Director Ejecutivo de la Bolsa.

3. Regulación

La Bolsa está regulada por el Registrador de Mercados Financieros bajo la Ley de Control de Mercados Financieros de 1989 que rige tanto para bolsas de futuros u opciones, como para la bolsa de valores.

⊏ Bolsa de Mercaderías de Kuala Lumpur (KLCE), Malasia

G. Bolsa de Futuros y Opciones Financieras de Kuala Lumpur (KLOFFE)

H. Bolsa Monetaria de Malasia (MME)

La Tabla H.10 presenta una visión general estadística y descriptiva de la economía de Malasia y del ambiente económico en el cual ha operado la bolsa durante los últimos años.

Tabla H.10

1. Visión General de la Bolsa -- KLCE

La Bolsa de Mercaderías de Kuala Lumpur (KLCE) fue creada para negociar futuros de aceite de palma en 1980 y, como resultado de un incumplimiento de entrega, fue reabierta a finales de 1985 bajo nuevas reglas y procedimientos de negociación y una nueva cámara de compensación. La Bolsa utiliza el sistema tradicional de negociación de *open outcry pit* y cuenta aproximadamente con 85 compañías miembro y 75 locales. La KLCE continua siendo principalmente una bolsa de un producto (aceite de palma) y en 1994 tuvo un promedio de volumen diario de negociación de 2.273 contratos. Los volúmenes anuales de negociación aparecen en la Tabla H.11. La Bolsa ha establecido un bolsa independiente para negociación de futuros financieros.

Tabla H.11

2. Visión General de la Bolsa -- KLOFFE y MME

La Bolsa de Futuros y Opciones Financieras de Kuala Lumpur (KLOFFE) es un mercado independiente establecido inicialmente para negociación de futuros y opciones de índice bursátil y, posteriormente, para negociar opciones de acciones individuales. La Bolsa ha adquirido un sistema de negociación electrónica del DTB Deutsche Terminborse. La Bolsa Monetaria de Malasia (MME), subsidiaria de propiedad de la Bolsa de Mercaderías de Kuala Lumpur, ha sido establecida para negociar contratos de tasa de interés y de moneda (inicialmente contrato de futuros de tasa interbancaria ofrecida de Kuala Lumpur). La MME planea utilizar el sistema de negociación *open outcry pit*. Ambas bolsas esperan abrir negociaciones a finales de 1995 o comienzos de 1996.

3. Cámaras de Compensación

La KLCE tiene una cámara de compensación separada pero estrechamente conectada (25% de propiedad), Malaysian Futures Clearing Corporation, MMF, que cuenta con 16 miembros aproximadamente. La KLOFFE y la MMF utilizarán una cámara de compensación (Malaysian Derivatives Clearing House) común (de propiedad conjunta).

4. Regulación

Malasia tiene una doble estructura de regulación. La KLCE está regulada por la Comisión de Negociación de Mercaderías (CTC) que es responsable dela negociación de futuros agrícolas bajo la Ley de Negociación de Mercaderías de 1985. La KLOFFE y la MMF están reguladas por la Comisión de Valores (SC) que, adicionalmente a la regulación de negociación de valores, tiene a su cargo la responsabilidad de regular la negociación de futuros financieros y opciones bajo la Ley de la Industria de Futuros de 1993.

I. Bolsa Austriaca de Futuros y Opciones (OTOB), Austria

La Tabla I.12 presenta una visión general estadística y descriptiva dela economía austriaca y del ambiente económico en el cual ha operado la bolsa durante los últimos años.

Tabla I.12

1. Visión General de la Bolsa

La Bolsa Austriaca de Futuros y Opciones (OTOB), que utiliza un sistema adquirido OM de negociación en pantalla por designación de la Bolsa de Valores de Viena, fue creada por cinco bancos austriacos e inició operaciones

en octubre de 1991. El OTOB Clearing Bank Aktiengesellschaft opera tanto las actividades de negociación como las de negociación dela Bolsa (Osterrreicische Termin und Optioenborse -- OTOB). Cuenta con 38 accionistas y los cinco bancos fundadores continuan siendo los dueños mayoritarios. La Bolsa opera en un sistema de generación de mercados que se compone de un mínimo de seis generadores de mercados por cada opción de acciones y para los contratos ATX de futuros y opciones. Actualmente hay diez miembros, todos los cuales son bancos.

La Bolsa negocia opciones en siete valores inscritos en la Bolsa de Valores de Viena, futuros y opciones de índice bursátil (Austrian Traded Index) y futuros en bonos del gobierno austriaco a diez años. La Bolsa ha experimentado un rápido crecimiento. En 1992, primer año de completa negociación, la Bolsa alcanzó un promedio aproximado de 972 contratos diarios, cifra que se incrementó a un promedio de 3.562 contratos en 1993; 6.937 contratos en 1994 y 10.931 contratos diarios en el primer semestre de 1995. Sin embargo, el volumen se concentra primero en contratos de índice bursátil y principalmente en la opción de ese índice. En 1994 por ejemplo, el contrato de futuros ATX llegó casi al 74% del volumen de negociación de futuros de la Bolsa. El volumen de opción ATX en 1994 (1.252.782 contratos) fue más de 3.5 veces el volumen de futuros ATX (348.291 contratos). A finales del mes de junio de 1995 los contratos de interés abierto de la Bolsa eran 33.665 y los contratos de opción, 47.866 para un total de contratos de interés abierto de 81.531 que representan un descenso en

relación con 91.258 contratos de interés abierto en junio de 1994. Los volúmenes anuales de negociación aparecen resumidos en la Tabla I.13.

Tabla I.13

2. Regulación

La OTOB está regulada por el banco central (Kreditwesengesets).

J. Mercado Italiano de Futuros (MIF) (Comitato di Gestione MIF), Italia

K. Mercado Italiano de Derivados (IDEM) de la Bolsa Italiana de Valores

La Tabla K.14 presenta una visión general estadística y descriptiva de la economía italiana y del ambiente económico en el cual ha operado la bolsa durante los últimos años.

Tabla K.14

1. El Mercado Italiano de Futuros (MIF) inició operaciones de negociación en septiembre de 1992. La Bolsa actualmente negocia contratos de

futuros en bonos del gobierno italiano (BTP) a 5 y 10 años y desde mayo de 1994, opciones en bonos del gobierno italiano a 10 años. La Bolsa, que utiliza un sistema de negociación electrónica, actualmente cuenta con 22 miembros generadores de mercado, 114 agentes, 9 corredores y 2 locales. En 1994, los bonos del gobierno italiano a 10 años llegaron casi al 85% del volumen de negociación de futuros de la Bolsa. Este porcentaje subió al 92% en el primer semestre de 1995. Aún cuando sigue siendo básicamente una bolsa de un producto (bonos a 10 años), el volumen de negociación ha sido bueno. En 1993, primer año de operación plena de la Bolsa, el volumen llegó a un promedio aproximado de 17.657 contratos diarios. Sin embargo, el volumen descendió ligeramente en 1994 (17.480 contratos diarios) y ha continuado disminuyendo en el primer semestre de 1995 (12.936 contratos diarios entre enero y junio de 1995). A finales del mes de junio de 1995 los contratos de interés abierto eran 15.686, lo que representa un agudo descenso con relación al número de contratos de interés abierto de finales de junio de 1994 que era de 39.169. Los volúmenes anuales de negociación aparecen resumidos en la Tabla K.15.

Con relación a su contrato más activo (bonos a 10 años), la Bolsa está también en competencia con un muy bien establecido mercado de la Bolsa de Futuros Financieros Internacionales de Londres (LIFE), cuyo volumen de negociación en futuros en bonos del gobierno italiano a 10 años experimentó un rápido crecimiento entre 1992 y 1994, con 3.773.105 contratos en 1992; 6.344.233 en 1993; 11.823.741 contratos en 1994 y 4.801.185 contratos en el

primer semestre de 1995. LIFE tiene también un contrato activo de opciones en bonos del gobierno italiano que negoció 1.030.672 contratos en 1994.

Tabla K.15

2. Cámara de Compensación

La cámara de compensación es independiente de la bolsa y atiende otros mercados, entre ellos el Mercado Italiano de Derivados dela Bolsa Italiana de Valores. La cámara de compensación pertenece aproximadamente a 21 agentes primarios del mercado de bonos en efectivo del gobierno italiano y ninguno de sus accionistas individuales puede tener más del 10 por ciento de las acciones. Actualmente cuenta aproximadamente con 33 miembros generales y 84 miembros particulares.

3. Regulación

Tanto la MIF como la IDEM están reguladas por la misma Comisión de Valores (Comiissione Nazionale per la Societa e la Borsa -- CONSOB). La cámara está bajo la supervisión reguladora de la CONSOB y del banco central.

4. Visión General de la Bolsa -- IDEM

La Cámara Italiana de Valores estableció su Mercado Italiano de Derivados con la inscripción del contrato MIB 30 de futuros de índice bursátil en noviembre de 1994. La Bolsa espera inscribir opciones en el índice, asó como en acciones individuales, durante 1995. La Bolsa utiliza el sistema de negociación electrónica OM. Algunos problemas técnicos iniciales han sido reportados, incluyendo un problema de confirmación de orden, pero han sido resueltos. El contrato de índice bursátil MIB 30 ha estado negociando un promedio aproximado de 4.000 contratos diarios durante el primer semestre de 1995 (de enero a junio un volumen de 493.312 contratos, a finales de junio de 1995 6.324 contratos de interés abierto). Este volumen diario de negociación ha sobrepasado considerablemente los estimados iniciales. Según la prensa, gran parte del volumen de negociación proviene de negociadores extranjeros a quienes el contrato se diseñó para atraer. Un problema que se ha observado con relación al bajo nivel inicial de participación doméstica es que los fondos mutuos no tienen experiencia en el uso de futuros para manejo de riesgo, especialmente los futuros de capital y actualmente los utilizan para negociación "direccional" más que con propósitos de cobertura. Las compañías de seguros también se consideran muy conservadoras en sus enfoques de negociación y todavía no utilizan futuros. Sin embargo, algunos observadores notan que los futuros de capital tienen una ventaja en cuanto a que son más fáciles de entender que los futuros de bonos y por lo tanto, esperan que la participación local aumente gradualmente.

L. FINEX (Divisón de la Bolsa de Algodón de Nueva York) Estados

Unidos

1. Visión General de la Bolsa

La División FINEX de la Bolsa de Algodón de Nueva York se estableció en 1985 para la negociación de futuros y opciones. Fue la primera bolsa en negociar un contrato indexado en una moneda y futuros en Unidad Monetaria Europea (ECU). El índice del dolar norteamericano continua siendo el principal contrato de futuros de la Bolsa, llegando casi al 78 por ciento (558.439 contratos) de su volumen de negociación de futuros en 1994. Ver Tabla L. 16. FINEX negocia también futuros liquidados en efectivo en títulos del tesoro norteamericano a 2 y 5 años y varias monedas y contratos de moneda de tipo de cambio cruzado. En junio de 1994 FINEX abrió una entidad negociadora de futuros en moneda (FINEX Europa) en Dublin, Irlanda. La negociación de FINEX Europa está sujeta a la regulación norteamericana (Comisión de Negociación de Futuros de Productos Estandarizados (*commodities*) con la supervisión del banco central de Irlanda.

Tabla L. 16

M. Resumen y Conclusiones

Aún cuando las estadísticas macroeconómicas presentadas anteriormente representan muy pocas observaciones para permitir sacar

conclusiones definitivas, se pueden hacer varias observaciones. Primero, la información sugiere que las bolsas iniciadas en países que experimentan tasas de interés altas o cortas en ascenso parecen alcanzar niveles de mayor volumen de transacciones más pronto que aquellas en países con tasas de interés bajo, en descenso o relativamente estables. Esto parece lógico puesto que las tasas de interés altas o en aumento generalmente reflejan mayor inflación, valores cambiantes de moneda, más alto nivel de endeudamiento corporativo y balances y en general mayor riesgo. Por eso, la demanda de cobertura es mucho más alta in aquellos países que en otros donde lo contrario puede ser cierto. Esto sugiere que la actual situación en Colombia de alta inflación, rápido crecimiento económico, déficits de presupuesto en expansión, creciente déficit de comercio exterior y otras incertidumbres económicas fija el escenario para un rápido crecimiento en la demanda y en la necesidad de instrumentos financieros derivados. Históricamente, el mejor momento para iniciar una bolsa y nuevos contratos e cuando un país atraviesa por un período de volatilidad de precios e inflación creciente. (el caso de Brasil) Iniciar una bolsa justo cuando empieza la deflación o cuando los precios se están estabilizando a niveles relativamente normales reduce la necesidad y demanda de servicios de cobertura y negociación. Si la gente de negocios espera precios estables o en descenso, están menos interesados en adquirir servicios de cobertura o protección de precios. En épocas de alta inflación, aún si las tarifas de inflación están relativamente estables a niveles altos, los negociadores y quienes hacen la cobertura son atraídos a los mercados de futuros y opciones porque perciben que dichos mercados les permiten comprar o vender acciones sensibles a la inflación,

apalancando su moneda depreciada y hacerlo en mercados competitivamente abiertos y generalmente más líquidos que otras alternativas. El resto de la información macroeconómica muestra relaciones mezcladas demasiado inconclusa para sacar conclusiones significativas. Por ejemplo, en algunos casos la bolsa creció rápidamente mientras que el PIB estancado y en otros casos fue cierto exactamente lo contrario. Igualmente, con respecto a las estadísticas en balanzas comerciales, los resultados fueron inconclusos.

Segundo, la información sugiere que las bolsas con éxito fueron capaces de construir un volumen relativamente grande de transacciones dentro de los dos o tres años de apertura. Las bolsas que no tuvieron un volumen diario superior a los 5.000 contratos a finales del tercer año no experimentaban ningún crecimiento posterior significativo en el quinto año. En esencia, estaban estancados, sugiriendo que el éxito se obtiene al principio o no se consigue del todo. Resulta muy interesante que este mismo patrón se refleje en la introducción de nuevos contratos de futuros (contrario a nuevas bolsas) introducidos en bolsas maduras en los Estados Unidos y Europa. Si los nuevos futuros/opciones de productos no atraen una demanda relativamente fuerte en los primeros meses de su introducción, aumentan las probabilidades de que nunca lleguen a atraerla suficientemente para convertirse en mercados líquidos y viables.

Tercero, los contratos de menor tamaño parecían ser un factor importante de atracción de volumen por lo menos en dos casos, Brasil y MEFF. Hasta cierto grado este volumen es simplemente un reflejo de que para proteger la misma

cantidad tienen que hacerse el doble de contratos que con un contrato el doble de grande. Pero es también un reflejo de que los contratos pequeños permiten requisitos de menor margen y que por lo tanto, pueden ser potencialmente affordable para un mayor número de negociantes.

Cuarto, a medida que se desarrollaron los mercados y los negocios crecieron, los corredores descubrieron que tenían que competir más en la calidad y alcance de los servicios proporcionados y menos en el acceso al mercado.

La mayoría de las nuevas bolsas son electrónicas, aún cuando la de mayor éxito, la brasilera, utiliza el sistema de canto (open outcry pit) para la mayoría de su volumen. Sólo dos de las bolsas tienen su sistema de canto (*clearinghouse*) como parte integral o como un departamento de la bolsa. Todas las demás tienen su clearinghouse como una entidad separada, generalmente con una parte sustancial de la propiedad en manos de bancos locales. Casi la mitad de las bolsas ofrecían la negociación de opciones también como futuros. La mayoría de ellas tenían un volumen muy bajo en opciones. Cuatro de las bolsas empezaron como bolsas de commodities o fueron organizaciones que resultaron de la negociación de commodities. La mayoría de las bolsas están reguladas por la misma entidad que regula las bolsas de acciones y la negociación de valores en su país. Una de ellas está regulada por su banco central.

En conclusión, la situación macro-económica de Colombia unida al claro entusiasmo por futuros/opciones de productos entre ejecutivos corporativos,

gerentes de bancos y compañías financieras, corredores, administradores monetarios y funcionarios de gobierno, lo que sugiere un clima relativamente favorable para la introducción de productos financieros derivados a los mercados colombianos de capital. El potencial éxito en Colombia de desarrollar una bolsa de estas depende no sólo de los factores económicos favorables antes descritos, sino también de la ejecución de un firme plan estratégico de negocios para la organización de la bolsa. A este respecto, la información general contenida en esta sección es interesante pero las lecciones aprendidas por estas nuevas bolsas resultan aún más valiosas. La siguiente sección presenta un informe acerca de las experiencias de ejecución que han tenido estas bolsas y otros países en desarrollo con especial énfasis en las cosas que creyeron haber hecho bien y aquellas en la que creen haberse equivocado.

III. Una Encuesta a las Bolsas

A. Los Temas de la Encuesta:

Se realizó una encuesta por fax, por teléfono y en muchos casos a través de reuniones frente a frente, entre 10 bolsas de futuros/opciones, todas establecidas en los últimos 15 años, para obtener la asesoría que éstas podrían suministrar a quienes estuvieran considerando la creación de dichas bolsas. Las bolsas escogidas no representan una muestra al azar. Todas sus respuestas representan la "opinión de los encuestados" que, en todos los casos, fueron altos directivos de la bolsas, aunque no necesariamente sus Directores Ejecutivos. Se

garantizo a todos los encuestados el anonimato y la "no atribución" de sus comentarios. Esta fue una condición necesaria para vencer la renuencia por parte de algunos encuestados a participar. Los encuestados no necesariamente representan las mismas bolsas que aparecen en los resúmenes de la Sección Y de este Capítulo, aunque hay un considerable overlap.

Se formuló a todos los encuestados la pregunta abierta "En retrospectiva, si fuera usted a crear hoy una bolsa, qué cosas haría de manera diferente?" Se formuló una serie sucesiva de preguntas a fin de solicitar mayor explicación y elaboración de las respuestas. En general, las respuestas están clasificadas en relación con aspectos referentes a la organización, mercadeo y regulación de las bolsas.

1. Organización de la Bolsa - "Qué haría usted de otra manera?"

(a) Racionalización de la toma de decisiones

Las respuestas relacionadas con la administración de la bolsa fueron casi todas formuladas con respecto a prácticas de administración y asuntos de organización. Casi todos dijeron que la primer cosa que cambiarían es el proceso de toma de decisiones en cabeza de la administración de la bolsa. Aún las bolsas de mayor éxito dijeron que sus procesos de toma de decisiones ameritaban una racionalización o simplificación. Demasiadas personas y organizaciones estaban involucradas en el proceso de organización y arranque.

Por esa razón, el proceso resultaba mucho más demorado y mucho más costoso de lo que debería, sin discernibles mejoras en la calidad de las decisiones. El consenso parecería ser que lo mejor es responsabilizar a una persona, con el conocimiento, la experiencia y capacidad de dirección, y ponerla a trabajar con un consejo ejecutivo de dos o tres personas, dejándoles todas las decisiones finales a ellos.

(b) Obtener compromisos legalmente obligatorios de los potenciales miembros

Casi todos afirmaron haber recibido la oferta de un apoyo mucho mayor en la negociación del que efectivamente recibieron. Aún cuando admitieron que sería difícil lograrlo, muchos dijeron que de tener la oportunidad de volver a hacerlo, buscarían la forma de obtener compromisos legalmente obligatorios de quienes se comprometan a ser *market-makers* o a participar de otra forma. Siendo el concepto prevalente que los organizadores de una bolsa no deben tomar muy seriamente los compromisos de apoyo que no consten por escrito y que, los compromisos por escrito son de gran utilidad para mercadear la bolsa y para generar confianza entre los potenciales usuarios en el sentido de que contarán con contrapartes con las cuales podrán negociar.

(c) Establecer una estructura general de *clearing member*

Muchas de las bolsas que iniciaron con una *clearinghouse* ampliamente basada y abierta a todos los que cumplieran con los requisitos de capital descubrieron que muchos de los *clearinghouse members* eran débiles y subcapitalizados. Además encontraron que era difícil negociar con tantos *clearing members*. Posteriormente cambiaron, o están cambiando, al esquema de general *clearing member* que consiste en un puñado de compañías actuando en calidad de clearing members y las demás compañías clearing a través de aquellas. Una bolsa dijo que estaban haciendo lo contrario, empezaron sólo con algunos bancos como *clearers* y descubrieron que ninguno consideraba agresivamente el clearing como un negocio; por lo que la bolsa no crecía y es por eso que buscaron formas de abrir el clearing directamente a los clientes.

(d) Establecer mayores requisitos de capital

Los requisitos de capital son un tema de interminable debate en todas las bolsas. Si los requisitos de capital son demasiado altos se convierten en una barrera; si son demasiado bajos, amenazan la solidez de la estructura. Varias compañías mencionaron que establecerían mayores requisitos de capital para pertenecer a la clearinghouse. Esas bolsas descubrieron que la fortaleza de las *clearinghouses* depende de la debilidad de sus miembros. Consideraron que fijar requisitos de capital bajos para atraer un mayor número de miembros fue un error porque daba la impresión de que la bolsa estaba compuesta por una cantidad de compañías subcapitalizadas. Las bolsas que consideraron necesitar más altos requisitos de capital fueron también aquellas

que creyeron haber permitido que demasiadas compañías fueran clearing members y que se están moviendo hacia el esquema de menor cantidad pero más grandes *clearing members* bajo un esquema de *general clearing membership*.

(e) Concentrar mayores esfuerzos en reclutar *locals*

Todos los encuestados coincidieron en afirmar que darían mayor énfasis a conseguir *locals* o *market-makers*. Inclusive aquellos que vendieron mayor membership a particulares y locales afirmaron que darían aún más énfasis a este aspecto. Este punto se relaciona con el literal (b) anterior en el cual los encuestados afirmaron que se esforzarían más por obtener compromisos legalmente más obligatorios de quienes se comprometían a ser *market-makers*. Aquellas bolsas que parecían estar en problemas tenían débiles market-makers. Aquellas que parecían estar comenzando con éxito habían reclutado locales recientemente y aquellas que parecían tener gran éxito tenían gran cantidad de locales.

2. Mercadeo - "Qué haría usted de manera diferente?"

(a) Minimizar la publicidad

Casi todos se manifestaron a favor de gastar casi una suma simbólica en publicidad. Algunos dijeron que la eliminarían por completo.

Muchos declararon haber gastado dinero y recursos en publicidad que podrían haberse destinado mejor a una promoción más dirigida. Es decir, que la publicidad impresa dirigida a una industria y exaltando las virtudes de la bolsa podría haberse eliminado a cambio de grupos objetivo específicos con mensajes específicos enviados a través de canales y medios diseñados para clientes, tales como "Un Seminario para Ejecutivos de Seguros sobre Swaps de Tasas de Interés. Otros manifestaron que sólo presupuestarían sumas simbólicas para hacer promocionar la creación y apertura de la bolsa en la comunidad financiera internacional. Los demás esfuerzos deberían dedicarse a apoyar la publicidad de las compañías miembro para crear una base de clientes.

(b) Eliminar o reducir los grandes seminarios como medios para desarrollar el interés del cliente en la bolsa

Casi todos los encuestados coincidieron en afirmar que al comienzo del proceso de creación patrocinaron varios grandes seminarios con el propósito de promocionar y educar a la gente acerca de la bolsa. Manifestaron haber descubierto que las conferencias muy costosas no son particularmente rewarding. Uno de los encuestados afirmo que los grandes seminarios si se deben realizar pero que se debe considerar con mucho cuidado cuándo realizarlos y con qué fin. Aunque nadie lo dijo, parecería que ciertos tipos de grandes seminarios públicos pueden ser útiles y affordable si su propósito y mensaje es mayor que el de promocionar la bolsa, en especial si incluye asuntos relacionados con política pública. Dichos seminarios podrían ser parcialmente

financiados por agencias gubernamentales y parcialmente auto-financiados a través de derechos cobrados a los asistentes.

(c) Concentrarse en reuniones de pequeños grupos, necesidades específicas, temas, problemas y soluciones

Casi todos los encuestados afirmaron que el método más efectivo y menos costoso de promoción y mercadeo es el de un seminario/taller estructurado para pequeños grupos de participantes que estén seriamente interesados en el mercado. Los temas deben concentrarse en los problemas de manejo de riesgos específicos que enfrenta ese segmento del mercado. Uno de los encuestados dijo que presentaron uno de esos seminarios diariamente en cada día hábil del año, un año antes de abrir. El costo de esos seminarios fue conjuntamente financiado por la bolsa y a través de derechos cobrados a los participantes.

(d) **Concentrarse en el Uso de Tecnología de Sistemas, Información y Análisis de Solución de Problemas, Cobertura y Comercialización**

Cerca de la mitad de los encuestados manifestaron que un gran problema que no habían previsto fue la potencial falta de información, modelos analíticos y sistemas de los participantes para evaluar la situación de sus negocios de manera que pudieran usar los futuros/opciones con

conocimiento y de manera apropiada para la cobertura. Afirmaron que concentrarían sus esfuerzos y algunos su dinero en contribuir a desarrollar y distribuir modelos de computador para que las compañías pudiera efectuar los análisis requeridos y estar en posición de supervisar y controlar su actividad de futuros/opciones. Una de las bolsas manifestó que si estuviera empezando hoy otra vez, concentraría su presupuesto de mercado ..... frase incompleta!

3. Regulación y Gobierno - Qué haría usted de otra manera?

(a) Reforzar la supervisión de los SRO y los esfuerzos para su ejecución

En algunos casos el concepto de una bolsa autorizada por el gobierno para conferir una responsabilidad específica por la conducta de sus miembros constituyó un nuevo concepto de regulación. En todos los casos, los encuestados se pronunciaron en el sentido de acoger este nuevo enfoque por considerar que contribuye a dar credibilidad a su actividad. Sin embargo, un par de encuestados consideró que su consejo directivo y sus miembros no entendieron o no apreciaron del todo la importancia de esa responsabilidad. En consecuencia, el personal de la bolsa no obró con la independencia, la diligencia o capacidad con que han debido actuar en la aplicación de las normas. En retrospectiva, uno de ellos afirmo que de haber sido la administración de la bolsa más independiente de los miembros en la realización de una auditoría, en decisiones de investigación y problemas muy serios que conllevaron a la pérdida

de confianza en su bolsa, a pérdida de credibilidad y problemas políticos/legales. Desde el punto de vista de Colombia la necesidad de una aplicación de normas justa y merecedora de crédito no se puede sobre enfatizar. Colombia ingresará al mundo de los mercados de futuros/opciones y la comunidad financiera internacional teniendo siempre en mente la experiencia de Singapur con el problema de Barins a comienzos de 1995 e insistirá en que las normas sean apropiadas, justas y aplicadas de manera imparcial. Como lo manifestó uno de los encuestados, "el ciudadano común considera que los mercados de acciones y los corredores de bolsa son agudos operadores. Considera que los agentes negociadores de futuros lo son aún más, es decir agudos operadores a un más alto grado. La bolsa tiene una carga extra que consiste en demostrar que sus operaciones son justas y que aplican las leyes, aún en contra de sus amigos."

(b) Destinar mayores recursos a la educación gubernamental a todo nivel

Sin excepción, los encuestados manifestaron que no observaron esfuerzo por parte de los gobiernos para desestimular o interferir con sus planes de crear una bolsa, pero que si se enfrentaron con enormes malos entendidos y falta de conocimiento entre los representantes del gobierno. Más aún, generalmente cometieron el error de enseñar a la gente equivocada o de enseñar sólo parcialmente a una gran parte del grupo apropiado. Aprendieron que los funcionarios del gobierno necesitan contar con el apoyo de otros funcionarios de gobierno para actuar con decisión. Manifestaron que, de volver a

intentarlo, dedicarían una mayor parte de su presupuesto a educar a los funcionarios de gobierno en otros países donde existan mercados de futuros que estén bien regulados.

(c) Simplificar los procesos de revisión y aprobación de normas y los cambios de normas

Muchos de los encuestados habían obtenido procedimientos oficiales que les permitieron someter ciertas normas y acciones al regulador y si este no rechazaba o solicitaba mayor información o aclaración dentro de un breve lapso, la norma, producto o acción solicitado automáticamente se hacía efectivo. Muchos encuestados manifestaron que hubieran querido luchar más por contar con tales procedimientos en marcha en un rango más amplio de asuntos y haber obtenido reglas más explícitas y procedimientos para los asuntos sometidos a dicho proceso.

(d) Otros

Con relación a otros elementos estructurales, la mayoría de los encuestados consideró que la relación estructural básica entre su bolsa y su *clearinghouse* era satisfactoria pero quienes más complacidos se mostraron con ella fueron aquellos cuyas *clearinghouses* eran una división de la bolsa misma, contrariamente a constituir una entidad de propiedad separada y controlada por aparte.

4. Resumen de Respuestas e Importancia para Colombia

Las respuesta obtenidas en esta encuesta contienen algunos sanos consejos para la comunidad de negocios de Colombia y los funcionarios de gobierno como quiera que consideran la posible iniciación de una bolsa de futuros/opciones. Los principales puntos se pueden resumir de la siguiente manera:

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

(b) El problema más inquietante de muchos de los encuestados y que reviste gran importancia para los esfuerzos de Colombia parecería ser el desarrollo y mantenimiento de la credibilidad de la bolsa y de la negociación de la misma. La credibilidad de una bolsa se construye sobre la reputación de quienes se conviertan en miembros de ella y de su *clearinghouse*, de la estructura del capital de ésta y del alcance e imparcialidad de las normas que la regulen. Ya en operación, que esa credibilidad continúe depende casi del todo de la completa e imparcial aplicación de las normas para asegurar que la solidez financiera de la estructura (especialmente los requisitos mínimos de capital y la segregación de los fondos del cliente) se mantenga, que los términos y condiciones de los contratos se cumplan, de que el público esté protegido contra prácticas

fraudulentas y de que las quejas que se formulen en contra de los miembros y de sus empleados sean atendidas de manera rápida e imparcial. Parecería que este último punto es tan obvio que sobra, pero la experiencia de otros países ha demostrado que la aplicación de las normas que no se hace de manera independiente e imparcial lesiona la credibilidad de la institución y de todos quienes con ella se relacionen. Para que una bolsa establecida en Colombia goce de credibilidad es necesario que:

(1) Se establezca y se mantenga un continuo esfuerzo de investigación por parte de sus miembros para asegurar el cumplimiento de los requisitos financieros, las normas de la bolsa y las normas de supervisión aplicables;

(2) Se cuente con una vigilancia efectiva de los mercados de futuros/opciones atenta a señales de congestión del mercado, distorsión o manipulación de precios;

(3) Se ejerza una vigilancia efectiva a las prácticas de negociación de futuros y opciones;

(4) Se investiguen las supuestas o aparentes violaciones a las reglas, normas, resoluciones y notificaciones; y

(5) Se desarrollen procedimientos para el oportuno y efectivo seguimiento de acciones disciplinarias por violaciones.

sectores financieros como industriales es probable que sirvan de catalizador para el crecimiento de la negociación de derivados en Colombia.

B. Impedimentos Potenciales y Asuntos Relacionados

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

1. Falta de Conocimiento, Información de Fácil Acceso, Sistemas Analíticos, etc. (Necesidad de Entrenamiento y Sistemas)

Probablemente la mayor deficiencia de la que adolece Colombia es la falta de conocimiento y entendimiento de futuros y opciones, tanto como vehículos de negociación como de herramientas de manejo de riesgo. Constituye un serio impedimento para la iniciación y desarrollo de una bolsa. El grado de seriedad es evidente en el gremio de corredores, la comunidad bancaria y los fondos mutuos y de pensiones. Aún cuando se realizan grandes esfuerzos en este sentido, muy pocos cuentan con personal que entienda la política de fijación de precios de estos productos o métodos para efectuar análisis de riesgo. Muy pocos cuentan con sistemas de evaluación de balances de riesgo o bases de datos para realizar análisis del escenario de sus portafolios bajo el supuesto de diferentes cambios de precio, etc. En efecto, la mayoría de las instituciones financieras carecen de bases de datos computarizadas que muestran su

propiedad de activos y pasivos. La mayoría experimentan dificultad para satisfacer los requisitos *mark-to-market* de las Resoluciones 096 y 200. Los corredores han dedicado sólo muy pequeños, y algunas veces ningún recurso de mercadeo. El mercado de estos productos a instituciones, bien como herramientas de manejo de riesgo o de inversión, implicarán un esfuerzo educativo sustancial por parte de los corredores. Pero éstos tienen primero que mejorar los respectivos niveles de conocimiento de su gente. Los modelos deben ser desarrollados, adoptados y utilizados. También se necesitan políticas y procedimientos para manejar el proceso.

Es muy probable que el gasto más grande y la inversión más importante para el desarrollo de una Bolsa Colombiana de Futuros y Opciones Financieras esté asociada con el entrenamiento y desarrollo de un grupo de negociantes y un grupo de corredores capaz de atenderlos. También deberá darse entrenamiento especializado a los vendedores de equipos y de *software* y a las compañías de abogados y de contabilidad.

2. El Problema de Generación de Liquidez

El mayor impedimento para la participación de la gente en un mercado es el temor a que una vez adentro no puedan salir fácilmente del mismo. Es el temor a no poder salir de un mercado lo que genera la renuencia a ingresar, en primer lugar. Se considera que los mercados tienen éxito si los participantes y potenciales participantes consideran que el mercado es lo suficientemente líquido

para que como compradores siempre tengan vendedores y como vendedores siempre encuentren compradores al último precio anunciado. El reto de cotizar cualquier nuevo producto en una bolsa de futuros está desarrollando suficiente liquidez para generar esta confianza. Esto podría constituir un reto especialmente importante para una Bolsa Colombiana de Futuros/Opciones.

Quienes han enfrentado en otros países estos problemas de liquidez en nuevos mercados generalmente han dependido de la persuasión, amenazas, incentivos económicos y soberbios esfuerzos de organización entre potenciales negociadores para estimular un curso estable de subastas y ofertas. Dichos desarrollados de mercados ciertamente han tenido que apoyarse en la eventual volatilidad de precios para atizar el fuego de la especulación y para incrementar la demanda de servicios de cobertura. Ninguna acción ni elemento de diseño asegurará la liquidez. Por el contrario, la liquidez provendrá y se desarrollará como un resultado del complejo total de las circunstancias que rodeen la negociación. Por eso, los organizadores de la bolsa deben concentrarse en establecer una serie completa o "entera" de políticas de operación que como un todo favorezcan el crecimiento de liquidez. No obstante, al final la volatilidad de precios y exitosos programas de mercado serán los más importantes factores determinantes de liquidez.

Market Makers -- Al comienzo probablemente será difícil que una bolsa colombiana establezca un flujo de órdenes suficiente para mantener una estrecha corriente de subasta-oferta y aún de liquidez mínima, a menos que la bolsa

adopte medidas positivas para garantizar de alguna forma la actividad de los *market makers*.

Nuestra recomendación es que Colombia adopte un enfoque proactivo para generar liquidez y considere un enfoque que combine algunos aspectos del sistema Especialista con el sistema de subasta pública abierta normalmente empleado en las bolsas norteamericanas. Recomendamos específicamente que la nueva bolsa confiera la calidad de *market makers* a compañías seleccionadas. Dichas firmas tendrían que estar bien capitalizadas y podrían requerir ciertos incentivos o ventajas económicas a cambio del compromiso de suministrar en todo momento un esquema continuo de subasta y oferta en una corriente establecida y para una cantidad mínima de contratos. En ausencia de la emergencia de compañías existentes suficientemente bien capitalizadas para obrar en calidad de *market makers*, recomendamos que las instituciones financieras colombianas creen conjuntamente, capitalicen y posean (que ninguna institución tenga, digamos, más del 10%) una compañía de tipo agente, bien capitalizada, cuyo propósito y responsabilidad específicas sean las de generar mercados en los varios futuros/opciones proporcionando continuas subastas y ofertas en una extensión establecida.

Esta compañía generadora de mercado (*market making firm*), naturalmente no evitaría, pero si estimularía a cada una de las compañías colombianas individuales, accionistas y o accionistas por igual, para que desarrollara sus propios competidores *market making* y compañías de negociación y operaciones

conjuntas con otras compañías. El propósito de un consorcio de *market makers* es proporcionar a todos la seguridad de que pueden entrar y salir de los mercados y estimular a otros para que actúen como *market makers*. Puesto que el consorcio sería una entidad con ánimo de lucro, de propiedad conjunta, sin accionistas individuales con más de un porcentaje mínimo de participación social, tendría que gozar de la suficiente independencia para no conceder a ninguna compañía una ventaja de negociación. Finalmente, estimularía el desarrollo de nuevas compañías de negociación. Su éxito debe medirse en relación con qué tan bien desarrolle la competencia.

Además, para aumentar el potencial crecimiento de liquidez, nos permitimos recomendar que la bolsa desarrolle un esfuerzo especial para fomentar la adquisición de miembros por parte de compañías negociadores y particulares que deseen actuar como especuladores profesionales y no como corredores.

3. Modificación y Sustitución de Contratos

La cadena fiduciaria normal en el *clearing*, garantía y liquidación de contratos de futuros tiene como resultado la sustitución de partes a varios niveles y la cancelación de obligaciones cuando se asumen posiciones opuestas en misma cuenta. Por ejemplo, dos clientes independientes, cada uno con corredores separados para negociar e ingresar a un contrato entre dos clientes. Cuando se negocia el contrato, cada corredor lo pasa a su respectivo

Clearing Member afiliado, quien, en representación del cliente, registra el negocio en la *Clearinghouse*. En virtud del registro ante la *Clearinghouse*, se extingue el contrato original entre los dos clientes y entran en vigencia dos nuevos contratos que vinculan a la *Clearinghouse* con los respectivos *Clearing Members* bajo el esquema de sustitución a nivel de *Clearinghouse*. Sin embargo, continúa siendo importante para los clientes originales seguir respondiendo por sus compromisos con los corredores. La sustitución es necesaria a nivel de la *Clearinghouse* a fin de hacer que ésta sea el comprador de cada vendedor y el vendedor de cada comprador. Surge la cuestión de si las normas de la bolsa permitirán la cancelación (liquidación) o sustitución de los contratos existentes ejecutados por corredores que actúan como agentes de los clientes para reemplazarlos por contratos en virtud de los cuales los corredores actúen como mandantes de la *Clearinghouse* y si en cualquier forma se contraviene la ley colombiana o se violan o desconocen los derechos, deberes y responsabilidades de los clientes originales.

De nuestras discusiones con abogados comerciales privados, expertos en la ley colombiana, se desprende que la respuesta a esta pregunta inequívocamente parece ser no. De conformidad con la ley colombiana, si las normas de la bolsa explícitamente reconocen el proceso, entonces la modificación o cancelación de un contrato por sustitución conserva todos los derechos, deberes, responsabilidades y obligaciones originales de las partes que originalmente suscribieron el contrato y la *Clearinghouse* tiene los mismos derechos y está sujeta a todas las obligaciones del miembro que registró el

contrato en representación del cliente. Por lo tanto, recomendamos que la bolsa elabore sus normas de tal manera que explícitamente reconozca el proceso de modificación por sustitución antes descrito.

4. Impuestos

Existen varias áreas en los que la ley colombiana, aplicada a los derivados, requiere clarificación. Son asuntos complejos y muchos exceden el alcance de este informe. Sin embargo, algunos de los principales se anotan a continuación y se suministra un resumen de los conceptos preliminares emitidos por abogados colombianos con quienes se discutieron los temas. Las siguientes frases reflejan los comentarios y opiniones de estos abogados:

(a) Impuesto de timbre - dicho de manera simplista, el impuesto de timbre se aplica a cualquier documento que registre, modifique, etc. cualquier obligación. El Código de Impuestos contempla varias exenciones a este impuesto. Es probable que, debidamente elaboradas, las normas de la bolsa que regulen la negociación y los medios de documentación así como los contratos de futuros y opciones, debidamente preparados, en especial si se trata de operaciones al contado a través de una *Clearinghouse*, califiquen para una exención del impuesto de timbre. Es menos probable que un mercado OTC califique para tal exención.

(b) Impuesto sobre la renta - La probabilidad es que las ganancias y pérdidas de la negociación de futuros y opciones en bolsa y en el mercado OTC estén sujetas al gravamen del impuesto sobre la renta.

(c) Retención en la fuente . No es probable que las ganancias de la negociación de futuros y opciones esté sujeta al requisito de retención por parte de la *Clearinghouse* o del corredor. En el caso de los futuros y opciones que sean modificados a través de la *Clearinghouse*, no queda claro para las partes que recauden y paguen en cada nivel, quiénes son los beneficiarios finales y sin esa información no existe la responsabilidad de retener una suma por impuestos. En el caso del OTC no es probable que se cumplan las mismas condiciones y por esa razón los corredores pueden estar sujetos al requisito de retención.

(d) IVA - Es probable que el IVA sea gravado en algunos aspectos de las transacciones tanto en instrumentos negociados en bolsa como en instrumentos negociados en el mercado OTC, especialmente en transferencias asociadas con la negociación, salvo que la comunidad bancaria sea capaz de desarrollar una formula innovadora de estructura de derechos, de tal manera que califiquen para una exención.

5. Aspectos Contables - Cobertura (*Hedging*)

Las actividades de futuros y opciones de compañías comerciales generalmente se consideran partidas fuera de balance. Por

definición, la cobertura (*hedging*) consiste en transacciones diseñadas para proteger el valor de algunos activos implícitos. Por eso, es al momento de la emisión cuando las ganancias y pérdidas se aplican a la revaloración de activos del balance. La consistencia del tratamiento sugiere que el uso de instrumentos derivados en transacciones de cobertura realizadas de buena fe deben tenerse en cuenta, antes de la terminación, de manera consistente con la partida cubierta (*hedged*). Bajo un enfoque, las ganancias y pérdidas del instrumento derivado no son reconocidas hasta tanto se termine la cobertura (*hedging*). A la terminación, las ganancias y pérdidas del instrumento derivado deben ser aplicadas para ajustar la base de la partida cubierta (*hedged*). Esto se conoce como "*hedge accounting*".

Alternativamente las compañías pueden *mark-to-market* los instrumentos derivados con ganancias y pérdidas reconocidas a medida que se vayan presentando. Generalmente esta alternativa se utiliza cuando no resulta práctico asignar ganancias y pérdidas a activos o pasivos cubiertos (*hedged*).

Generalmente, para que un instrumento derivado califique para *hedge accounting*, la partida a cubrir debe exponer la compañía a un riesgo y la transacción designada del derivado debe reducir dicha exposición. Entre los ejemplos de la exposición está el riesgo de un cambio en el valor, rendimiento, precio, flujo de caja o cantidad, o grado de exposición de activos, pasivos o futuros flujos de caja que el *hedger* haya adquirido o en los que haya incurrido o

aquellos que prevea que vaya a adquirir o a incurrir. Este medio de riesgo debe medirse.

Generalmente una compañía debe fijar criterios específicos (usualmente de correlación o cambios del valor relativo) a la iniciación de la cobertura estableciendo cuál estándar se considerará "efectivo" al medir la cobertura y aplicar entonces aquellos criterios y estándares en la evaluación progresiva con base en resultados de cobertura efectivos, medidos por cambios del valor relativo en las dos posiciones. Cuando una cobertura deja de ser efectiva (i.e., se convierte más en una especulación) generalmente se aconseja a las compañías tomar un instrumento derivado a valor del mercado y reconocer efectivamente la ganancia o pérdida hasta el grado en que no haya sido compensada por cambios en el valor de la partida cubierta; i.e., la diferencia neta entre las dos posiciones.

Para adoptar estas prácticas de *hedge accounting*, una compañía debe mantener documentación y registros de los instrumentos derivados abiertos durante el año, instrumentos en circulación a fin del año e instrumentos terminados en el año. Colombia considerará conveniente adoptar los estándares internacionales para la contabilidad de derivados. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que estos estándares están cambiando. A medida que aumenta la experiencia muchas compañías de contabilidad manejan sus asuntos más sobre una base individual por casos y establecen normas más estrictas. La Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos exige que las compañías de propiedad pública valoren, reporten y divulguen a los inversionistas su actividad en

derivados y la probabilidad de impacto que dicha actividad pueda tener en su desempeño financiero bajo varias condiciones económicas.

6. La Aceptación Cultural de la Especulación

Sólo un pequeño segmento de la población colombiana participa en la negociación de acciones. El gremio de los corredores, como se dijo antes, no parece dedicar grandes recursos al mercadeo de sus servicios. Adicionalmente, la mayoría de los encuestados, al ser preguntados por la actitud del gobierno colombiano y del público hacia la especulación, opinaron que no sería fácilmente promovida a actividad legítima y que cualquier compañía de corretaje que haya empezado promoviendo activamente la especulación puede no llegar a mejorar su reputación. Para que una bolsa tenga éxito en Colombia es necesario que atraiga y estimule el desarrollo de una clase de especuladores profesionales. La única solución efectiva a este problema es la educación de funcionarios del gobierno a todo nivel en cuanto a la valoración y beneficio de especulación, inculcándoles el concepto de que la especulación va unida a una exitosa política de fijación de precios en el mercado libre, que depende de la participación de diferentes grupos con diferentes opiniones acerca de los precios.

Los mercados están hechos de diferencias de opinión y tales opiniones no deben limitarse sólo a los "*hedgers*". Las bolsas que se limitan sólo a intereses de cobertura generalmente fracasan o nunca llegan a alcanzar el nivel de éxito necesario para suministrar el máximo de su beneficio económico porque

generalmente las instituciones que quieren cubrirlo todo quieren colocar en la misma forma en el mercado al mismo tiempo. Por eso, los comerciantes descubren que no tienen suficiente gente con quien negociar para alcanzar un mercado eficiente. Los mercados obtienen la mayor diversidad de opinión al obtener la más amplia participación en el mercado de diferentes intereses. Es irresponsable por parte de los gobiernos calcular la inversión sustancial necesaria para desarrollar y operar una bolsa si no se planea permitir la total participación en el mercado de especuladores documentados.

7. Aceptación del Margen de Caja y Operaciones al Contado

En muchos otros países donde se han creado recientemente bolsas de futuros/opciones se ha presentado con frecuencia una resistencia dentro del gremio de negociadores al concepto de *cash margin deposits* por parte del cliente hacia el corredor y por parte del corredor hacia la *Clearinghouse* y a la operación diaria al contado del *mark-to-market*. En particular los hedgers usualmente quieren extensiones de crédito en lugar de *posting of cash* y de operación diaria al contado. Las facilidades de crédito bancario evidentemente pueden ser utilizadas para satisfacer las operaciones pero no se deben extender las líneas de crédito al corredor o a la *Clearinghouse* para apoyar la negociación. La situación de Barings ha hecho que todo el mundo tome conciencia de la importancia de este aspecto.

8. Proteger al Público de Fraude, Malversación de Fondos y Prácticas Abusivas de Ventas

Quizás el área en la que el gobierno tiene una mayor responsabilidad para con el interés público es aquella de conceder a la gente libertad de participación en los mercados; si así lo escogen, deben hacerlo sólo si pueden estar seguros (el gobierno y la gente) de que los participantes estarán protegidos contra prácticas abusivas de ventas, publicidad fraudulenta y engañosa y malversación de sus fondos.

Esto sólo puede lograrse si el gobierno impone o exige a la bolsa u organismo auto-regulador (SRO) que imponga normas que exijan una total divulgación de toda la información relevante acerca de la transacción. Debe exigirse al cliente que revele a los vendedores que tiene (el cliente) un conocimiento claro de lo que está haciendo y de que se lo puede permitir. Debe pedirse a los vendedores y a su organización que den a conocer todos los riesgos importantes asociados con la transacción, incluyendo aquellos asociados con riesgos de crédito asumidos por cada una de las partes y de comisiones o costos de ventas o administración, más el nivel de retorno que el instrumento debe alcanzar para que el cliente obtenga un punto de equilibrio financiero en la inversión.

Con respecto a la malversación de los fondos de los clientes, todos los dineros de los clientes deben ser segregados de los fondos de los

corredores/agentes y en ningún momento se pueden mezclar (salvo el interés residual menor arriba descrito). En la bolsa de valores de Colombia actualmente los dineros del cliente son depositados primero en la cuenta del corredor. Este paga entonces por las acciones adquiridas por el cliente. En el evento de quiebra, los fondos del cliente están desprotegidos y se puede disponer de ellos para pagar las deudas generales del corredor. Nuestra recomendación es que no se permita dicha práctica en ninguna bolsa de futuros/opciones y negociación de derivados en el OTC que se establezca en Colombia.

Recomendamos que se establezcan salvaguardas para el manejo de los fondos del cliente y que se fijen límites a la extensión de crédito de los clientes con propósitos de negociación. Las implicaciones son las siguientes:

(a) La segregación de los fondos del cliente de los fondos del corredor/agente impediría que un corredor/agente empleara los fondos del cliente para sus propios fines o la utilización de los fondos de un cliente para apoyar la negociación en la cuenta de otro cliente.

(b) Las disposiciones de segregación de fondos demandará que los corredores, bolsas y clearinghouses compensen, contabilicen y liquiden separadamente la propiedad y cuentas del cliente. Esto requerirá llevar separadamente registros de negociación, de contabilidad y diarios del corredor. Básicamente los corredores/agentes tendrán que llevar su propia contabilidad y

subsistemas de registro separados de los del cliente y de las cuentas de propiedad.

(c) En la práctica los corredores obtendrán un pequeño interés residual en la cuenta de los fondos segregados del cliente. A fin de mantener suficiencia de fondos del cliente en segregación, evitando así la sub-segregación, los corredores normalmente depositan algunos de sus propios fondos en la cuenta de fondos segregados. Estos depósitos, conocidos como el interés residual del corredor en los fondos segregados, son necesarios durante el período comprendido entre el recibo del cliente de una demanda de cobertura suplementaria y el momento en que el corredor recibe los fondos de otro cliente. Puesto que los fondos de un cliente no pueden ser utilizados para satisfacer el requisito de segregación de fondos de otro cliente, deben satisfacerse las cuentas por debajo del margen con fines de segregación, por los fondos propios del corredor, después de un límite específico de tiempo para el pago del margen. El corredor no puede retirar estos fondos residuales si tal retiro hiciera que la cuenta de fondos segregados del cliente del corredor cayera por debajo de los niveles requeridos. La ley y reglamentación colombiana deberá proporcionar este interés residual en los fondos segregados del cliente.

(d) El proceso de segregación de fondos requerirá la revisión de regulaciones bancarias para identificar las áreas que requieran aclaración acerca de las cuentas de fondos segregados de los corredores en bancos. Por ejemplo, los corredores necesitarán cuentas separadas para los fondos segregados del

cliente, la negociación de las propiedades del corredor y las operaciones comerciales generales. Básicamente, los bancos tendrán que suministrar un tratamiento de tipo fiduciario y reconocimiento de las cuentas segregadas del cliente.

(e) Las leyes de quiebra tendrán que revisarse en lo que al tratamiento de fondos del cliente se refiere en el evento de que se presente la quiebra o insolvencia de un corredor. Hasta donde sea posible los fondos segregados deben ser tratados como activos identificables de propiedad de los clientes y no estar sujetos a distribución a otros acreedores de un corredor insolvente.

9. Manejo Monetario Profesional en Futuros y Opciones

La mayoría de quienes negocian en futuros y opciones y manejan su propia cuenta pierden dinero. Esto es particularmente cierto en el caso de los especuladores y negociadores principiantes. A medida que se ha extendido este conocimiento, se ha llegado a la creación de administradores monetarios profesionales debidamente autorizados quienes manejan el dineros de otros a través de "fondos" o "consorcios" - agrupaciones de negociadores particulares dueños de un interés en una cuenta o grupo de cuentas, todos negociados de manera idéntica por un negociador profesional.

Estos consorcios han adquirido gran popularidad en otros países debido a que constituyen una forma efectiva de asegurar la actividad de negociación de futuros de muchos negociadores particulares y también porque:

(a) Los administradores monetarios profesionales poseen una habilidad de negociación de la que generalmente carecen los particulares.

(b) Los negociadores particulares generalmente disponen de muy poco capital para negociar con éxito y no saben cómo manejar el efecto de apalancamiento adecuadamente.

(c) Los negociadores particulares no disponen del tiempo necesario para hacer una adecuada investigación y control del mercado. Están demasiado ocupados ganándose la vida.

(d) Los negociadores particulares cuentan con muy poco poder de negociación para bajar las comisiones. Los administradores profesionales con grandes cantidades de dinero pueden obtener las más favorables tarifas y honorarios de corretaje.

(e) Las cuentas particulares tienen disponibilidad ilimitada y son responsables de todas las pérdidas en cuenta, más aún si éstas exceden el valor en cuenta. Los socios limitados o inversionistas en fondos responden sólo por la suma invertida en la sociedad o fondo. Tienen responsabilidad limitada.

(f) Los administradores profesionales generalmente disponen de un acceso más oportuno a la información, resultados de investigación y procesos de ejecución del mercado que los particulares.

Nuestra recomendación es que Colombia identifique estas tendencias y desarrolle expresamente categorías de registro y guías de operación para los administradores monetarios profesionales en los mercados de futuros y opciones. Esta actividad constituirá una fuente potencial de liquidez para contribuir a la iniciación de la bolsa de futuros que complementará la creciente actividad del manejo de activos en el área de valores. Proporcionará una mejor protección para el público que puede ser susceptible a cuestionable propaganda comercial diseñada para inducirle a una especulación excesivamente agresiva. Atraerá la actividad extranjera de negociación profesional de futuros.

10. Procedimientos para Dirimir Conflictos y Facultades para Velar por la Aplicación de las Normas de los Organismos Auto-Reguladores como Desviación del Sistema ante una Corte Civil

Las discusiones sostenidas con abogados colombianos nos han revelado que, de establecerse la bolsa u organismo auto-regulador y de obtener la autorización del organismo gubernamental regulador, la bolsa u organismo auto-regulador podría establecer sus propios proceso y procedimientos para que los conflictos entre los miembros y entre los miembros y los clientes

sean dirimidos a través de un sistema de Resolución Alternativo de Conflictos (ADR) establecido en la bolsa, que incluiría las instancias de mediación, conciliación y arbitramento. Nuestra recomendación es que las decisiones que emanen de dichos sistemas ADR sean aceptadas legalmente como instancia final. Las reglas del proceso podrían ser determinadas por la bolsa, pero se limitarían a no poder revocar ninguna autoridad que legalmente pueda emanar sólo de sentencias judiciales (i.e., encarcelación). Probablemente Colombia querer que bajo el esquema de dichas normas ADR, las decisiones de la bolsa y de los organismos auto-reguladores estén sujetas a una revisión final del regulador, por solicitud de una de las partes en conflicto.

11. Claridad, Certeza y Consistencia de Regulación

Un elemento posterior relacionado con la posibilidad de lograr la mayor eficiencia y efectividad del sistema OTC de mercado de capital es que el gobierno, los organismos auto-reguladores y los gremios profesionales (de abogados, contadores, etc.) asuman la responsabilidad de garantizar la claridad, certeza y consistencia de todos los aspectos legales de la participación en el Mercado OTC. Deben cumplirse los requisitos de regulación y la condición contable y tributaria relacionadas con la compra o venta de activos y pasivos a través del Mercado OTC se deben aclarar tan pronto como sea posible. La incertidumbre acerca de requisitos de licenciamiento, reglas de operación, condición tributaria, etc. constituirán grandes barreras para el desarrollo de los mercados de capital en Colombia.

IV. El Mercado de Capital OTC en Colombia

A. Introducción

Esta parte del informe se concentra en el Objetivo 2 de los términos de referencia. Las siguiente Sección B se concentra en la descripción de productos financieros derivados; i.e., los instrumentos derivados creados y mercadeados a través del mercado de capital OTC, con referencias periódicas a los mercados potenciales de futuros y opciones. La Sección C trata del establecimiento de un ambiente de regulación que rija el mercado OTC. Los productos del mercado colombiano de capital son organizados, emitidos y transferidos en gran medida a través de entidades reguladas tales como corredores con licencia, miembros de las bolsas de valores, bancos, compañías de seguros, etc. Para los efectos del presente estudio, llamamos "mercado cotizado" al mercado de las bolsas de valores reguladas. Colombia tiene también un creciente mercado OTC que abarca los instrumentos financieros que no son emitidos, cotizados o negociados de conformidad con las normas y reglamentación de una bolsa autorizada. El mercado OTC es la esencia de esta sección del informe, aunque algunos puntos y aspectos tienen importancia y están dirigidos a los mercados colombianos de capital en general y, en algunos casos, al potencial desarrollo de un mercado colombiano de futuros/opciones.

Los siguientes son los objetivos básicos del pequeño pero creciente mercado colombiano de capita:

- La eficiente y eficaz movilización de ahorros domésticos

- La eficiente y eficaz asignación de dichos ahorros para sus más altos y mejores usos, tanto públicos como privados; y

- La protección del interés público.

1. **Preservar y Promover la Competencia del Mercado de Capital a través del OTC**

Una de las preguntas que se formula Colombia con respecto a su mercado de derivados en productos de capital es si debe restringir la negociación u oferta al público de instrumentos derivados a una bolsa autorizada de futuros/opciones y a sus corredores miembro o ampliar el enfoque y permitir también un mercado OTC para tales productos. Restringir la negociación pública a l a bolsa y a sus corredores autorizados les confiere en esencia un cierto poder de monopolio. Permitir el mercado OTC para competir por el negocio, pero bajo una serie similar de reglas básicas y responsabilidades que protejan al público del peligro, sería un enfoque más competitivo que significaría a largo plazo un mayor beneficio para la economía.

La competencia genera creatividad e innovación. En los mercados de capital la innovación casi siempre está representada en forma de nuevos productos, diseñados para movilizar de manera más eficiente y eficaz los ahorros y asignar recursos entre las inversiones. (La industria de mercados de capital puede adoptar o adaptar tecnología de otras partes para mejorar la eficiencia de agrupación, exhibición, análisis o dispersión de información, pero esa no es la clase de innovación de la que tratamos aquí.) Los nuevos productos pueden ser menos riesgosos, más accesibles a un mayor grupo de personas o más fácilmente transferibles; o pueden ser todas estas tres cosas. Históricamente, muchos de los más creativos e innovadores productos financieros nuevos han provenido del mercado OTC más que del mercado tradicional de la bolsa. Estos productos han sido típicamente iniciados en el mercado OTC y, si la popularidad del producto crece, absorbidos de manera revisada por la bolsa o mercado cotizado. La competencia entre el mercado OTC y el mercado de la bolsa por lo general es sana. Tiene como resultado una economía más vibrante y eficiente de lo que podría ser de otro modo porque precipita el desarrollo de los mercados de capital del país y actúa como elemento auto-renovador.

Es recomendable que Colombia permita un mercado OTC de derivados por oferta a quienes (compañías), cumpliendo con ciertos estándares de capital mínimo, conducta comercial, etc., actúan ante el público como corredores de productos financieros OTC ofrecidos al público y quienes actúen por su propia cuenta como proveedores o agentes dispuestos a operar un mercado (*make-a-*

market), adquirir, comprar o intercambiar con el público un producto financiero derivado.

Básicamente el interés del público está incorporado en la protección a inversionistas particulares por fraude, malversación de fondos y por la garantía de que la estructura financiera del sistema es lo suficientemente para que el fracaso de una u otra compañía dentro de la estructura no repercuta en las demás partes del sistema financiero.

Las principales inquietudes del público en relación con el mercado colombiano OTC son:

(a) El temor de que los ahorradores puedan hacer inversiones inadecuadas a través de productos mal diseñados, la diseminación de información falsa o engañosa, la retención de información o propagación de información a través de tácticas de ventas poco éticas.

(b) La preocupación por la integridad del sistema financiero (i.e., preocupación porque puedan florecer prácticas comerciales inseguras e inestables que a través de medios conocidos o desconocidos, generen la propagación de deficiencias dentro del sistema financiero).

(c) La preocupación acerca de la eficiencia y eficacia operativa del mercado OTC. La fortaleza y vitalidad del ambiente económico en Colombia está

directamente relacionada con la eficiencia y eficacia con la que operen los procesos de ahorros e inversión en el país. Si éstos son ineficientes resultarán muy costosos y tendrán como resultado un crecimiento económico más lento y un menor nivel de aplicación.

En resumen, la emisión y proceso de negociación OTC en Colombia no sólo tiene que ser segura, justa y equitativa, sino también eficiente para facilitar y estimular a los ahorradores para que apliquen sus ahorros en varias inversiones públicas y privadas.

B. Visión General del Producto

1. Definición de Productos Derivados

Existen dos elementos de construcción que constituyen la esencia de los productos financieros derivados. Son los contratos a término(*forward contracts*) y las opciones. Algunas veces se considera que los *swaps* son otro elemento de construcción, pero en realidad un *swap* es el equivalente de una serie de contratos a término.

- Los **contratos a término** (*forward contracts*) son contratos privados con derecho(s) de propiedad a ser cambiados a un precio acordado en una fecha futura.

- Una **opción** (*option*) es un privilegio estipulado para comprar o vender un derecho de propiedad declarado a un precio dado dentro de un plazo específico. El comprador de una opción de venta (*put option*) obtiene el derecho, pero no la obligación, de vender el derecho de propiedad. El comprador de una opción de compra (*call option*) obtiene el derecho, pero no la obligación, de vender el derecho de propiedad.

El Anexo A describe otros productos derivados negociados en otros países y con probabilidad de emerger en Colombia a largo plazo. Casi todos son varias combinaciones, formas o permutas de futuros (*forwards*) y opciones.

Basados en las discusiones sostenidas en Colombia con ejecutivos de negocios que fueron entrevistados como parte de este proyecto y en información y conocimientos adquiridos a través de recientes investigaciones realizadas acerca de los mercados colombianos de capital, hemos llegado a las siguientes conclusiones:

(a) Actualmente prácticamente ningún producto financiero derivado está siendo ofrecido continua o regularmente en Colombia, a excepción de los carruseles (*carrousels*) que son contratos de tasas de interés a término (*interes rate forward contracts*). Las opciones en moneda a término (*options on currency forwards*) se consideran derivados y también son ofrecidas por algunos bancos colombianos registrando en su mayoría sólo algunas negociaciones por semana. No se están ofreciendo *Colombiana Forward Rate Agreements* (*FRA's*)

on tasas de interés a corto ni a largo plazo ni opciones en valores, aunque existe un mercado de acuerdos de recompra para ciertos instrumentos de tasa de interés. No se están ofreciendo *warrants*. Algunas compañías han realizado algunos *swaps* de tasa de interés y un *commodity swap*, ambos a través de un banco extranjero. En resumen, no existe actividad comercial en productos financieros derivados, a excepción de los carruseles, que son una primera etapa importante del mercado de futuros.

(b) El mercado de carrusel tiene amplia participación de los corredores, bancos y fondos administrados.

(c) Normalmente, no siempre, una negociación de carrusel se origina en la Bolsa que procesa al menos dos de los segmentos como transacciones en bolsa. Aunque un carrusel puede estar compuesto por muchos segmentos, la mayoría se compone de tres segmentos que a menudo se conocen como cabeza, cuerpo y cola. Todos los segmentos de una negociación de carrusel son dispuestos por el corredor antes de efectuar las transacciones. Por ejemplo, el corredor puede iniciar con un certificado de depósito a 365 días con una tasa de interés del 36 por ciento y convierte (*repackage)* el certificado de depósito en una serie de dos o tres transacciones. Por ejemplo, un certificado de depósito a 30 días pagando el 30 por ciento; un certificado de depósito a 60 días pagando el 32 por ciento; un certificado de depósito a 90 días pagando el 34 por ciento y un segmento de "cola" a 180 días pagando por encima del 36 por ciento. Los instrumentos involucrados incluyen certificados de depósito y bonos

corporativos y del gobierno, siendo los certificados de depósito los más comunes. Aún cuando el tamaño de las negociación varía, las dos cantidades más comunes son por 100 y 200 millones de pesos. En 1994 el valor total de las negociaciones de carrusel efectuadas en la Bolsa de Bogotá se calculó aproximadamente en 286 billones de pesos.

(d) Los bancos y demás compañías financieras utilizan el carrusel como un dispositivo de cobertura (*hedging*), especialmente para establecer pequeñas posiciones en tasas de interés a corto plazo, obteniendo así alguna protección contra tasas de interés en aumento. Algunas veces los bancos utilizan el mercado de carrusel para convertir los títulos a largo plazo (3 a 5 años) en corto plazo, tales como segmentos a 90 días. Lo hacen para bajar los requisitos de reserva.

(e) El mercado de carrusel proporciona un medio adecuado, aunque arriesgado, para que l a gente especule en la forma de curva de rendimiento. En esencia, el emisor, quien acuerda vender el título a otro inversionista al final del primer período, está apostando a que al final de un período de tiempo dado, tendrá mayores retornos al rodar continuamente como una posición a corto plazo de lo que obtendría si sencillamente se limitara a invertir pasivamente en un instrumento por el mismo período de tiempo. Espera que las tasas a corto plazo suban más rápido que las de largo plazo durante el período en el que utilice esta estrategia. Esta estrategia se hace especialmente riesgosa cuando las tasas se estabilizan o bajan.

(f) Aún cuando el mercado de carrusel es bastante activo, es riesgoso y es probable que sea suplantado, al menos parcialmente, por un mercado de tasas de interés de futuros/opciones, de haber alguno disponible, porque a diferencia de los futuros, una negociación de carrusel:

(1) es difícil y demorada (todos los segmentos deben disponerse al mismo tiempo);

(2) una vez ejecutada, no se puede cancelar. La cadena debe permanecer íntegra hasta el vencimiento;

(3) involucra el riesgo de la contraparte y capital de riesgo agregado para el corredor; y

(4) carece de la transparencia de precio de un mercado de futuros.

2. Demanda e Interés en Colombia por Productos Derivados

La comunidad de negocios en Colombia desea y necesita instrumentos financieros derivados para utilizarlos como herramientas de manejo de riesgo y manejo de activos. Las encuestas establecieron claramente que la comunidad financiera y el sector industrial creen que existe en Colombia una

significativa demanda de servicios de cobertura (*hedging*) de tasa de interés y divisas extranjeras. Los bancos, compañías comerciales, de seguros y administradores de activos están buscando seriamente oportunidad de mercado líquido para comprar o vender *forwards*, futuros y opciones (y utilizarlos para crear *swaps*) en instrumentos o índices de ingreso fijo, y en tasas de moneda extranjera (dólares de los Estados Unidos/pesos colombianos). Las encuestas e información publicada acerca de los balances de la mayoría de bancos colombianos sugieren que muy pocos disponen de fuentes de financiación a tasa fija superior a algunos meses. En su mayoría, la financiación de pasivos está basada en tasas que cambian cada 90 días o menos. La mayoría de los activos están representados en préstamos que también *re-price* sobre la basa de una tasa flotante. En esencia, los bancos disponen de un "espacio" muy pequeño entre el momento en el que sus activos y pasivos *re-price*. Este espacio se conoce comúnmente como asimetría de financiación (*funding mismatch*). A mayor espacio, mayor asimetría y mayor riesgo asociado con la corriente de interés neto del banco y su retorno en el capital. La existencia de un contrato de futuros en tasas de interés a corto plazo permitiría a estos bancos ajustar de manera más efectiva e inmediata la duración de sus activos y pasivos y controlar y estabilizar la tasa de crecimiento de sus corrientes de ingresos. Adicionalmente, dicho mercado haría mucho más fácil para los bancos y demás entidades regidas por las Resoluciones 200 y 096 tasar sus activos y pasivos. Las compañías colombianas regidas por las Resoluciones 200 y 096 requerirán de una habilidad para efectuar sofisticados y complejos análisis de la exposición de sus balances a tasas de interés cambiantes. Toda institución financiera colombiana que se

involucre en actividades de cobertura (*hedging*) debe también estar en capacidad de efectuar análisis aún más complejos de sus balances y de su riesgo.

Las discusiones que sostuvimos con ejecutivos de la banca y con funcionarios del Ministerio de Hacienda y del banco central en Colombia revelan que actualmente existe muy poca capacidad de realizar dichos análisis de balance. Aún cuando es probable que la comunidad bancaria llegue a ser un gran usuario y beneficiario de un mercado de futuros/opciones en tasas de interés a corto plazo, tendrán que incrementar sustancialmente si disponibilidad para participar en un mercado de futuros negociado en bolsa.

Si se iniciara un amplio esfuerzo educativo y de entrenamiento conjuntamente con una actividad de moldear activos/pasivos, en dos o tres años la mayoría de los bancos estarían en capacidad de realizar los análisis requeridos y desarrollar las estrategias adecuadas para poner en marcha sólidos pero limitados programas de manejo de riesgo. Las compañías carecen de personal conocedor, de fácil acceso a una completa y necesaria información que describa de manera aceptable sus activos y pasivos, de eficientes sistemas y modelos para analizar el riesgo y de políticas y procedimientos para manejar los anteriores procesos y la cobertura (*hedging*).

3. Prioridades del Producto

Dada la anterior discusión, los instrumentos iniciales más lógicos para Colombia serían los *forwards* y opciones en un índice de tasa de interés a corto plazo y en tasas de cambio dólar/peso. Activos mercados en estos dos productos permitirán la salida de una rica variedad de otros productos derivados, especialmente *swaps*, muy bien desarrollados y de amplia utilización en otros países. Igualmente permitirán que los mercados colombianos de capital desarrollen un panorama a más largo plazo, lo que finalmente conducirá a un mercado mejorado de bonos y productos de ingreso fijo en Colombia. El mercado colombiano de bonos está relativamente subdesarrollado. No existe un mercado secundario activo o continuo en deuda corporativa debido en parte a una combinación de falta de oferta, ausencia de agentes bien capitalizados y carencia de un procedimiento uniforme de compensación (*clearing*) y liquidación (*settlement*) para negociaciones del mercado secundario. La existencia de un mecanismo de fijación de precios como punto de referencia en un instrumento de 3 a 5 años evidentemente ampliaría la curva colombiana de rentabilidad. El arbitraje en tales instrumentos estrecharía las corrientes entre todos los instrumentos y proporcionaría una visión más real de la curva de rentabilidad en Colombia, conduciendo a una más exacta fijación de precios de instrumentos de la requerida por las Resoluciones 96 y 200. No obstante, no es probable que se cuente con un mercado activo en instrumentos derivados de ingreso fijo en Colombia antes de que el mercado de dinero en bonos colombianos esté mejor desarrollado.

Aún el índice bursátil de futuros y opciones en acciones individuales no constituyen la primera prioridad para los corredores, administradores de fondos y ejecutivos de negocios, es probable que inversionistas particulares y administradores de fondos estén muy interesados en participar en dichos mercados, una vez que los productos aceptables sean desarrollados y que se establezcan las debidas estructuras. Las entrevistas y discusiones sostenidas en Colombia con un amplio rango de representantes de negocios, del gobierno y de las comunidades financieras revelaron diversos conceptos sobre la demanda y potencial interés en negociar futuros y opciones en emisiones de capital. Al interrogar a los comerciantes, no en su capacidad de negociantes sino en su capacidad de inversionistas individuales, qué producto les representaría un mayor interés de negociación, la respuesta más frecuente fue opciones en acciones individuales o en un índice de acciones.

Con respecto al mercado de derivados de capital, muchos mercados emergentes, especialmente en Asia, que no tienen mercados de futuros u opciones han descubierto que el mercado de certificados de opción (*warrants*) es el primero y más fácil mercado de derivados a desarrollar porque es de fácil y rápida comprensión para los participantes por estar estrechamente relacionado con sus mercados de valores y por no tener muchas de las complejidades de los futuros y opciones en futuros mercados. Desde el punto de vista de regulación, dicho mercado representa con frecuencia el mayor cuestionamiento debido a que los *warrants* tienen muchas de las características de un valor (i.e., implican la

emisión de una cierta oferta) y porque también revisten las características de un contrato.

Para desarrollar un mercado de derivados en Colombia es necesario que el gobierno proporcione una estructura de regulación clara y concisa que rija la oferta y negociación de productos derivados. La siguiente sección trata de los aspectos de la estructura de regulación.

C. Regulación del Mercado OTC de Derivados

Un programa efectivo de regulación para el mercado de capital de instrumentos derivados OTC en general debe componerse de tres elementos:

- Una legislación que establezca la responsabilidad, alcance y autoridad de regulación;

- Normas que proporcionen requisitos específicos de regulación y guías; y

- Reglas y procedimientos de organismos auto-regulador que rijan las actividades, requisitos financieros y calificaciones de los miembros de dichos organismos.

Esta sección abarca algunos de los más importantes asuntos relacionados con la regulación de mercados OTC en Colombia y establece un enfoque de regulación recomendado para el mercado OTC en instrumentos derivados de los mercados de capital. Comienza por fijar algunos criterios para la definición de límites de la estructura y alcance de regulación. Posteriormente considera los asuntos de índole legislativa y finalmente presenta una estructura y serie de herramientas de regulación OTC.

1. Esquema de Regulación OTC para Colombia

La percepción general (obtenida en una muestra limitada) de la comunidad comercial dentro y fuera de Colombia es que el ambiente general de regulación en Colombia es a la vez complejo, confuso, incierto, intermitentemente serio, pesado y que constituye una barrera para el crecimiento a largo plazo. En resumen, consideran que muchas de las normas no resistirían un análisis costo-beneficio. La regulación excesiva o innecesaria puede resultar muy costosa no sólo para el comercio sino para la economía en cuanto aminore el crecimiento económico. La mayoría de los comerciantes pueden sobrevivir y prosperar con un nivel normal de incertidumbre comercial. Sin embargo, experimentan una gran dificultad y tienden a salirse de los mercados cuando no existe la claridad, certeza y consistencia necesarias con respecto a las leyes y normas bajo las cuales deben operar y con las normas contables y condición tributaria relacionadas con los resultados de su actividad. Por eso, aquí lo importante es definir las áreas del mercado OTC que son motivo de normal preocupación de la política pública, de

manera consistente con los objetivos del mercado colombiano de capital y tener en cuenta los potenciales efectos de una sobre-regulación. Es más probable que la regulación alcance sus pretendidos efectos y resista un análisis costo-beneficio si está dirigida específicamente a las áreas de mayor preocupación. Por esa razón, uno de los temas a tratar es la definición de los límites de la regulación de los mercados de capital OTC.

2. Definición de Límites

(a) Mercado Público vs. Mercado Privado

Un punto de partida para la definición de límites es distinguir entre el mercado público y el mercado comercial/profesional.

Es válido concentrar principalmente la atención reguladora en quienes aparecen ante el público como corredores de productos financieros OTC ofrecidos al público y quienes actúan por su propia cuenta como proveedores o agentes dispuestos a generar un mercado (*make-a-market*), adquirir, comprar o cambiar producto(s) financiero(s), derivados u otros con el público.

La actividad comercial, los agentes en instrumentos de los mercados de capital y aquellas compañías que negocian exclusivamente con el mercado profesional y de alto patrimonio individual (*high-net-worth individual*) deben estar libres de regulación especial en las negociaciones que realizan entre ellos. Esos

participantes disponen de, tienen acceso a o pueden obtener el suficiente conocimiento, asesoría y análisis para tomar decisiones documentadas y para adoptar las medidas adecuadas para protegerse a si mismos y para buscar soluciones que satisgafan sus reclamos en el evento de que se presenten conflictos.

El público en general, por otra parte, generalmente participa en el mercado de capital con relativa poca frecuencia y con pequeñas cantidades. Definitivamente están en una posición muy diferente en lo que a su conocimiento de los productos ofrecidos para venta, su acceso a la información y su fortaleza de negociación y capacidad de buscar solución a sus problemas se refiere.

Es recomendable que Colombia exija la obtención de licencia y aprobación a todas las entidades que tengan relación comercial con el público en mercados de capital OTC y que exonere de las mismas (licencia y aprobación) a los agentes de instrumentos del mercado de capital y otros que se relacionen exclusivamente con el mercado profesional y de alto patrimonio individual (*high-net-worth individual*). Sin esta exención, Colombia corre el riesgo de que su sistema de regulación OTC se haga excesivamente pesado, contraproductivo y sofocante para la actividad empresarial. Esto no significa que el mercado comercial y profesional OTC no vaya a ser regulado. Muchos de esos participantes estarían registrados y regulados por algún aspecto de su actividad comercial como corredores, miembros de la bolsa, bancos, compañías de seguros, etc. Adicionalmente, todos estarían sujetos a todos los Códigos de Conducta

Comercial y a las leyes referentes a fraude, trampas y actos similares. Recomendamos además que se consideren exenciones adicionales, o cuando menos una racionalización de los procesos de expedición de licencias y/o aprobación para dichas instituciones, tales como bancos y compañías de seguros, quienes ya tienen licencia como intermediarios financieros para ofrecer productos financieros al público y que deseen ofrecer derivados OTC.

(b) Definición de Límites por Licencia de Productos

Puede presentarse el argumento de que al final el gobierno deba limitar los productos implícitos que pueden servir de base para la oferta al público de productos OTC derivados, permitiendo sólo aquellos productos que tengan mayor probabilidad de satisfacer la mayor cobertura (*hedging*) y necesidades comerciales en Colombia. Esto definiría más claramente las cosas. Daría un evidente control del gobierno a permitir sólo aquellos productos para los que crea que el mercado doméstico está preparado. Esto tendría como resultado una menor probabilidad de que se ofrezcan productos deficientemente diseñados. Protegería al público y a los políticos de la eventualidad de un escándalo financiero por el exceso de agresividad de especulación del público en el mercado OTC. Tendría también como resultado un más lento crecimiento y desarrollo de los mercados colombianos de capital.

Un argumento más contundente puede ser que, a fin de estimular la competencia y acelerar el desarrollo general del mercado de capital en Colombia,

el gobierno no debe fijar límites al desarrollo de nuevos productos, excepto para prohibir la negociación de productos que sean evidentemente peligrosos o que vayan en contra del bienestar social (i.e., derivados basados en productos o servicios que estén clasificados como peligrosos o ilícitos). El área más importante de innovación y creatividad en los mercados de capital es el desarrollo de nuevos productos. Para limitar el alcance de los productos que pueden ser ofrecidos, automáticamente se restringe el potencial de crecimiento económico, innovación y competencia. Además, un enfoque estrecho y excluyente en la definición de productos del mercado de capital OTC puede resultar auto-destructivo porque tendría como resultado la elaboración y revisión de listados que enumeren y definan los productos para regulación y establezcan series independientes de regulación o procedimientos. A medida que las regulaciones son más complejas, se generan nuevas áreas de exclusión. La comunidad comercial, en especial quienes operan al margen de la ley, continuamente evaluará los listados para encontrar la forma de que un producto nuevo pueda ser "diseñado para evadir" el esquema de regulación.

Recomendamos que la regulación no enumere, limite o restrinja específicamente la oferta de nuevos productos derivados, excepto aquellos basados en productos o servicios clasificados como peligrosos o ilícitos. Que más bien, se estimule la oferta de nuevos productos OTC, sujeta a algunos requisitos básicos de notificación de la oferta del producto al gobierno(con un plazo limitado para que el gobierno objete, solicite mayor información o, en

atención a su silencio, permita la oferta del producto), niveles mínimos del capital del oferente, divulgación de riesgos a los compradores, etc.

(c) Definición de un Valor

Una segunda área para la definición del alcance de la regulación tiene que ver con la definición de los instrumentos cubiertos. Se consideran valores todos los instrumentos del mercado de capital, incluyendo los instrumentos derivados? Será necesario eliminar cualquier distinción legal entre un valor (acciones o instrumentos de deuda) y un contrato de derivados en el mismo instrumento? Por ejemplo un derivado, un certificado de opción (*warrant*) de una acción o un bono, puede ser un valor bajo la estricta definición de valor, si al ser ejercido puede tener como resultado la emisión o re-asignación de capital o deuda existente. Los contratos de derivados generalmente han sido considerados instrumentos no-emitidos porque no se "emite" ninguna oferta y porque los contratos de derivados generalmente se cancelan mediante liquidación de operaciones al contado de diferencias de valor, más que a través de la entrega de un certificado real o título valor. La diferencia entre valores y derivados ha resultado confusa en algunos países donde las ficciones legales o artificios han sido creadas con el fin de incluir ciertos instrumentos derivados bajo las leyes de valores. Por ejemplo en los Estados Unidos, a comienzos de la década de 1970, con el propósito de incluir las opciones en valores bajo la regulación norteamericana de valores para que la Junta de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE) y la Comisión de Bolsas de Valores (SEC) fueran consideradas el emisor

de la opción. En realidad las opciones en acciones son derivados y no valores Sin embargo, la CBOE quería regulación por parte de la SEC, pero para ser regulado por la SEC, el producto tiene que ser considerado un valor. La definición de valor incluía el acto de emisión. Puesto que las opciones no eran emitidas, no correspondían a la regulación de la SEC. En consecuencia, se creó y aplicó la ficción de emisión por parte de la *clearinghouse* a las opciones negociadas en la CBOE. Posteriormente, cuando el índice bursátil de futuros, que evidentemente no son emitidos y son derivados así como las opciones en acciones inscritas, inició su negociación en los Estados Unidos, surgió nuevamente el tema de la jurisdicción de la SEC y hasta la fecha no ha sido resuelto. Esta mezcla de responsabilidad de regulación entre dos agencias no es recomendable. En los Estados Unidos ha generado incertidumbre, confusión y grandes e innecesarios gastos legales para compañías comerciales y debate político entre las comisiones del Congreso que tratan de proteger su campo de acción. En Colombia, donde todavía no se negocian las opciones de acciones, aparentemente existe flexibilidad para inscribir opciones de acciones, al ser aprobadas, bien como bolsa de acciones o como bolsa de derivados o ambas. Si no interfieren otras consideraciones legales, sugerimos que las opciones en derivados de capital (que son derivados y no valores) sean reguladas como derivados. Esto puede colocar a todos los productos derivados bajo los mismos esquemas de regulación.

Con relación a los contratos *forward* y de futuros en acciones individuales y respecto a si son derivados o valores, en los Estados Unidos, por asuntos de

jurisdicción resultantes de la Ley para la Comisión de Negociación de Futuros de *Commodities* (CFTC) de 1974 y por inquietudes de la SEC en relación con el efecto que los futuros en acciones individuales o basados en índices estrechos puedan tener en el papel que desempeña la formación de capital (que suministra el mercado secundario) de bolsas de valores, la CCFTC y la SEC llegaron a un común acuerdo que posteriormente fue promulgado como ley. Entre otras disposiciones, este acuerdo y posterior ley, a pesar de confirmar una inconsistencia, evidentemente colocó las opciones en acciones bajo la jurisdicción de la SEC y básicamente limitó la aprobación del índice bursátil de la CFTC a índices más amplios y eliminó la aprobación de la CFTC a cualquier contrato de futuros en una acción individual. Sin embargo, al menos tres países tienen bolsas que cotizan futuros en acciones individuales. Entre ellos Australia (la Bolsa de Futuros de Sydney cotiza futuros liquidados al contado por lo menos en tres bolsas), Finlandia (el Mercado de Opciones cotiza futuros por lo menos en siete bolsas) y Suecia (el Mercado de Opciones de Estocolmo/Londres cotiza futuros aproximadamente en 14 bolsas). Adicionalmente, por lo menos una bolsa (el Mercado de Futuros Financieros de Amsterdam) cotiza un estrecho índice basado en índices bursátiles de futuros (*Dutch Top*).

Los contratos de derivados en *commodities* no satisfacen la definición normal de un valor y se consideran derivados.

Nuestra recomendación es que Colombia clasifique todos los instrumentos del capital de mercado bien como valores o derivados y que establezca luego una

serie de regulaciones que rijan la negociación de derivados, tanto en bolsa como en el mercado OTC. Los valores deben ser regulados por las normas de valores existentes y los derivados por la nueva regulación.

3. Competencia o Reguladores Múltiples

El asunto tiene que ver con la división de labores entre las diferentes agencias gubernamentales. Quiere Colombia que todos los mercados OTC en productos de capital, incluyendo los instrumentos derivados, estén regulados por una sola y unificada estructura de regulación que cubra todas las actividades del mercado de capital, instrumentos, incluyendo derivados y participantes, emisores, agentes e inversionistas? O, debe haber unas diferencias de regulación entre los participantes? Instrumentos? Actividades? Si los productos no encajan claramente en la definición de valores, están sujetos a diferentes regulaciones o a la misma regulación como valores?

Nuestra firme recomendación es que Colombia establezca una sola autoridad reguladora que tenga una voz única para regir todas las negociaciones de futuros, opciones, otros derivados y valores en Colombia, bien sea que se realicen en una bolsa o en el mercado OTC. Una estructura de regulación unificada es preferible a un sistema de varias agencias; primero porque resulta menos confuso, más consistente en la aplicación de las leyes, menos costoso y más eficiente. Segundo, la mayoría de los otros países ya se han pasado o están pasándose a un sistema unificado. Tercero, los derivados, especialmente los

futuros y opciones y los mercados de valores alrededor del mundo están integrándose a un mercado único a gran velocidad. La negociación de *commodities* se está bursatilizando y la negociación pública en productos físicos tradicionales y en instrumentos financieros es casi enteramente una actividad financiera. Últimamente las responsabilidades de regulación para proteger los intereses del público son similares para la negociación de valores y futuros/opciones realizadas en bolsa o en el mercado OTC. Estas responsabilidades son:

(a) proteger al público de fraude;

(b) salvaguardar la integridad financiera del mercado;

(c) proteger al mercado de prácticas abusivas; y

(d) cumplir con la responsabilidad de auto-regulación.

De cumplirse todo lo anterior, hay muy poca razón para establecer agencias reguladoras separadas o esquemas para la protección del interés público en la negociación de valores distintos de la negociación de derivados, especialmente en el mercado OTC. En Colombia la agencia existente más lógica para la regulación de derivados es la Superintendencia de Valores.

D. Autoridad para Regular la Negociación de Derivados en Colombia

Parece evidente que la operación y actividades asociadas con una bolsa de futuros/opciones/derivados y mercado OTC en tales instrumentos están dotadas de un interés público. Por lo tanto, el gobierno tiene el derecho y la responsabilidad de regular los productos, mercados, actividades y participantes.

En Colombia es claro que la ley permite el establecimiento de bolsas de valores, bancos, casas de corretaje y otros intermediarios financieros para el cambio físico de acciones, instrumentos de ingreso fijo y divisas extranjeras. Las leyes que rigen los contratos están bien establecidas y se pueden hacer cumplir. Las agencias reguladoras existen para autorizar y controlar dicha actividad. Sin embargo, las leyes no reconocen explícitamente ni declaran si los esquemas regulatorios existentes automáticamente cubren o conceden o no las agencias autorizadas facultades para regular y autorizar la actividad de "Derivados" de estos mismos instrumentos, especialmente donde los derivados contienen una amalgama de las características de acciones y contratos y también cruzan las líneas de demarcación entre y de las diferentes agencias reguladoras,

Es importante que el piso legal de una bolsa y de sus corredores quede establecido desde el principio. Los inversionistas que organizan una bolsa necesitan contar con la seguridad de que cuentan con un piso legal para su negocio. La negociación de derivados a menudo involucra el uso de

apalancamiento, lo que tiene como resultado grandes ganancias y pérdidas para los negociadores. Los corredores que actúan como agentes de los participantes necesitan tener la seguridad de que los negociadores que pierdan grandes sumas de dinero no se puedan negar después a pagar a sus acreedores sobre la base de que toda la actividad de la negociación de derivados no fue nunca una empresa legal. Lo mismo sucede con el mercado OTC de derivados.

En Colombia es válido que el lenguaje de las leyes y decretos que autorizan a la Superintendencia de Valores para expedir licencias y regular las bolsas de valores y corredores también confieren facultades legales a la Superintendencia de Valores para expedir licencias y regular las bolsas y corredores de derivados. Por ejemplo, el Artículo 3.3.1.2 del Estatuto Orgánico del Mercado Público de valores se refiere a las "actividades análogas", lo que podría interpretarse como el establecimiento por parte de los corredores de una organización (bolsa o mercado OTC), reglas, procedimientos y procesos para facilitar la compra y venta para futura entrega y liquidación de intereses negociados públicamente en instrumentos financieros (acciones y contratos) diseñados para transferir derechos de propiedad o cambios en el valor de los derechos de propiedad. Por eso se argumenta que la intención del decreto era realizar la "actividad" de negociación de instrumentos financieros con o para el público en oposición a estar restringidos a la aplicación sólo a la negociación en una estrecha clase de productos, los valores. Cuando el Artículo 3.3.1.2 se lee conjuntamente con los Artículos 3.2.1.1 y 3.2.3.15 y 4.1.2.2 del mismo Estatuto, se fortalece el argumento de que la Superintendencia de Valores tiene el derecho y

la responsabilidad de autorizar y regular cualquier actividad que involucre la oferta para comprar, vender, correr o *make a market* en productos derivados cuyo valor y cambio de valor se deriven de otros instrumentos o contratos que representen instrumentos del mercado de capital, acciones o contratos del mismo.

A este respecto se celebraron discusiones con altos funcionarios del Ministerio de Hacienda de la Superintendencia de Valores y de la Superintendencia Bancaria. Aún cuando todos reconocieron la fuerza de los anteriores argumentos, también aceptaron que podrían haber diferentes interpretaciones. Por lo tanto, se sugirió utilizar otra alternativa, la Sala General de la Superintendencia de Valores (Sala General) durante un período interino mientras se prepara la legislación y se presenta al Congreso para garantizar la legitimidad de la negociación de derivados y el derecho a regularla tanto en el mercado OTC como en la bolsa. La Sala General es un organismo supervisor y coordinador que tiene a su cargo la responsabilidad de coordinar y velar por los intereses de los departamentos gubernamentales y puede solicitar la expedición de decretos presidenciales para aclarar y establecer autoridad y responsabilidad en asuntos tales como la regulación de derivados. Para garantizar la claridad de autoridad y responsabilidad para la actividad reguladora la Sala General podría asignar autoridad para regular la negociación de derivados a la Superintendencia de Valores, sujeta a la revisión y coordinación por parte de la Sala General de aquellos aspectos de regulación que puedan impactar otros departamentos y agencias gubernamentales (i.e., divisas extranjeras y productos agrícolas, etc.).

Nuestra recomendación es utilizar el poder de la Sala General interinamente mientras se prepara la legislación y se presenta al Congreso para revisar y modificar la ley que dina el alcance y autoridad de la Superintendencia de Valores en lo que a la regulación de negociación de derivados en Colombia se refiere. Este enfoque permitirá continuar avanzando hacia la modernización y mejora de las estructuras del mercado de capital en Colombia, a la vez que aclarar la legalidad de los derivados y su situación de regulación.

1. Cuál es el rol de los Organismos Auto-Reguladores en el Mercado OTC?

Colombia tiene un marco legal y regulatorio para la autorización de licencias y regulación de los corredores de bolsa, las bolsas de valores y las instituciones financieras y productos o servicios que ofrecen. Se está también considerando la extensión de ese aparato regulador para la regulación de la Bolsa de Futuros y Opciones y la *Clearinghouse* cuando la industria solicite al gobierno el establecimiento de la misma.

Como se anotó antes, nuestra recomendación es que Colombia permita un mercado OTC en derivados por oferta que autorice a quienes efectúan negocios con el público con exenciones para aquellos comerciantes y profesionales que negocian entre si y con exenciones adicionales o un proceso simplificado de autorización de licencias para entidades tales como bancos y compañías de

seguros, que ya están debidamente autorizadas y reguladas para ofrecer productos financieros al público y que desean ofrecer también productos derivados.

Para quienes no estén sujetos o no estén exentos de la regulación vigente, recomendamos que Colombia permita y estimule el establecimiento por parte de esas compañías de un Organismo Auto-Regulador que pueda obtener su licencia como tal por parte del ente regulador. Los Organismos Auto-Reguladores (SRO's) generalmente son los vehículos más poderosos y eficientes para proporcionar supervisión; revisión y cumplimiento de los códigos de conducta de los negocios con el público. El aspecto importante de los SRO es el de inculcar una "cultura de responsabilidad" entre los participantes.

La auto-regulación funciona porque representa reglas acordadas por los competidores que rigen la conducta de sus negocios en el mercado. La justicia auto-reguladora es generalmente mucho más directa, rápida y temida que la justicia impartida a través de la maestría burocrática y de la manipulación de reglas y procedimientos para demorar o evitar una acción. La auto-regulación generalmente desplaza el costo del público (el contribuyente), una pequeña fracción de quienes negociarán derivados o utilizarán la bolsa, a aquellos que negocian, utilizan los servicios de la bolsa y de la *clearinghouse* y se benefician directamente de dicha actividad. Quienes están directamente involucrados en el negocio y recogen las utilidades tienen la más alta motivación para proteger su inversión, para preservar y fortalecer su futura capacidad de obtener ingresos y

para protegerse a si mismos y a su mercado de los devastadores efectos de un pérdida de confianza del público resultante de prácticas fraudulentas, injustas o inseguras de negocios.

Recomendamos que el gobierno colombiano conceda licencia a los SRO's y les autorice a establecer políticas, procedimientos, reglas y reglamentos que rijan la conducta de sus miembros con respecto a sus negociaciones con el público. Recomendamos también que el papel del gobierno colombiano, más allá de conceder las licencias, sea el de supervisar, revisar y auditar los SRO's para velar porque se establezcan reglas justas de conducta y que las mismas se cumplan de manera equitativa. Este enfoque generará confianza entre quienes participan en esos mercados en el sentido de que el gobierno no sólo conocía la actividad, sino que también disponía de un procedimiento para supervisarla y, de ser necesario, para intervenir si el SRO no actúa o actúa de manera incorrecta. Este enfoque también redice el costo de regulación del gobierno al retener el poder. Como último recurso puede revocar la licencia de los SRO's.

2. Riesgo del Sistema, Requisitos de Capital y Evaluación del Riesgo de Capital

El riesgo sistemático o riesgo del sistema se refiere al riesgo del impacto que puedan tener las deficiencias financieras de un área del mercado o de una compañía en otras áreas o compañías, generando así lo que se conoce como el "efecto dominó" y produciendo el colapso de todo el sistema. Los

instrumentos derivados, por definición, están vinculados a otros instrumentos financieros. Generalmente los derivados OTC (conocidos como productos estructurados) implican extensión de créditos, préstamos de los balances de otra compañía como medio para mejorar la solvencia, enlaces extrafronterizos y toda una cadena de convenios todos estructurados de tal forma que cada eslabón de la misma conozca sólo aquellos aspectos de la transacción que se refieren a las partes que han aportado su eslabón. Generalmente no conocen los demás eslabones. En muchas de estas transacciones la deficiencia de flujo de caja de una de las partes (no hace falta que se trate de una quiebra para que se precipite el hecho) puede generar que se desencadene una serie de eventos al producir múltiples deficiencias de flujo de caja a lo largo de la cadena que dañen y desestabilizen todo el sistema financiero. Esta es una seria preocupación de los funcionarios públicos responsables de la política pública y de la protección de los intereses del público en los mercados de capital. Más aún, es una inquietud específica del mercado OTC, donde los instrumentos estructurados y las transacciones de los mismos no están sujetas al escrutinio de una bolsa, no se reportan a una *clearinghouse* y generalmente no son visibles ni conocidas.

La mejor y probablemente la única forma efectiva de manejar el riesgo sistemático o riesgo del sistema es a través de la imposición de requisitos mínimos de capital para todas las compañías que ofrezcan productos OTC al público con un requisito posterior en el sentido de que dichas compañías reporten regularmente su condición de capital. Este sistema sólo funciona si su cumplimiento y ejecución es diligente. (i.e., si tales reportes son revisados,

comparados con estándares mínimos y cuando se presenten violaciones de dichos estándares mínimos se tomen y apliquen de inmediato las medidas que correspondan en contra de la compañía infractora.)

3. Fijar Requisitos Financieros para el Mercado OTC

Como se dijo antes, los más importantes medios de protección en contra de un indebido riesgo sistemático son el establecimiento y cumplimiento de requisitos de capital. Al exigir niveles mínimos de capital con base en el volumen de negocios y algunos estándares para medición del riesgo asociado con los compromisos suscritos por las partes, automáticamente se reduce la probabilidad de quiebra o de insolvencia financiera. Por definición, dicho proceso y la menor probabilidad de insolvencia financiera, contribuyen a controlar el riesgo sistemático o del sistema. Segundo, los requisitos mínimos de capital son una señal de que las compañías que ingresen al negocio deben asumir con seriedad el compromiso que están aceptando. Tercero, elimina aquellas compañías que estén de otra forma tentadas a operar cerca del margen o en niveles en los que, inclusive pérdidas pequeñas, puedan producir su quiebra y potencialmente dañar a sus clientes y demás miembros de la industria. Cuarto, contribuye a asegurar que si una compañía es acusada de fechorías que generen pérdidas a otras, se cuente con activos disponibles para pagar los daños.

En todos estos casos, el establecimiento de requisitos mínimos de capital es un medio preferible de acción preventiva. Por lo tanto, debe concederse a los

SRO's el derecho a establecer y exigir requisitos mínimos de capital a sus miembros, sujetos a que tales requisitos no sean utilizados como barreras de ingreso a fin de crear un monopolio o de restringir de manera indebida la competencia.

Sugerimos que los requisitos mínimos de capital inicial para todos los emisores se establezca en una cifra cerrada, 1000 millones de pesos por ejemplo, o una cifra similar. Esa cifra puede ser incrementada a medida que un emisor, agente o corredor aumente su volumen por encima de una cantidad mínima. No estamos en posición de recomendar un nivel preciso de capital mínimo, pero a juzgar por nuestro conocimiento del mercado colombiano, nuestra experiencia en otros países y el sentido común, consideramos que 1000 millones de pesos es una suma suficientemente alta como requisito mínimo para asegurar un nivel de seriedad por parte de los participantes y que no constituye una indebida barrera de ingreso. Por lo tanto, consideramos que es mejor y que se justifica establecer una suma fija de tal manera que se entienda que debe tratarse de una compañía seria para que pueda ingresar al negocio y que se aumente su capital en la medida en que expanda su volumen y riesgo del negocio. El siguiente punto es la ubicación o disponibilidad del capital (i.e., grado de liquidez, ubicación, etc.) y colateral para reclamos potenciales. Debe haber un requisito que establezca que la compañía mantenga un colateral en forma y lugar accesibles para las cortes y autoridades colombianas.

4. Herramientas de Regulación - Un Resumen

En resumen, probablemente las herramientas y técnicas más útiles y más fácilmente utilizadas para regular la conducta del negocio en el mercado de capital OTC son:

(a) Concesión de licencias a proveedores, vendedores y corredores de servicios:

Este proceso coloca a todos los agentes en un mismo marco básico de regulación y facilita también el establecimiento de organismos auto-reguladores y reglas. Los estándares, tales como requisitos financieros y conducta en los negocios, pueden establecerse y exigirse más fácilmente con un esquema de concesión de licencias puesto que quienes infrinjan dichos estándares están expuestos a perder su licencia. Los requisitos de presentación de informes también pueden establecerse más fácilmente y controlarse el riesgo de exposición y la actividad del negocio.

(b) Establecer requisitos de operación y cumplimiento y procedimientos:

Los organismos auto-reguladores bajo supervisión gubernamental deben:

(1) Establecer salvaguardas para el manejo de los fondos del cliente y límites a la extensión de crédito a los clientes con fines de negociación.

a' La segregación de fondos del cliente de los fondos del corredor/agente impedirá que un corredor/agente utilice los fondos del cliente para sus propios fines o que utilice los fondos de un cliente para apoyar la negociación en la cuenta de otro cliente.

b' Las disposiciones de segregación de fondos también exigirán al corredor/agente que de manera separada contabilice y liquide las cuentas de propiedad (las cuentas propias del corredor) y las cuentas del cliente. Esto implicará registros de negociación, contabilidad y diarios separados. Básicamente los corredores/agentes tendrán que mantener una contabilidad y sistemas de registro separados para las cuentas del cliente y las de propiedad.

c' Probablemente sea necesario revisar la legislación de quiebra en busca de aspectos relacionados con el tratamiento a los fondos del cliente en el evento de quiebra de un corredor/agente. Hasta donde sea posible, los fondos segregados deberán ser tratados como activos identificables de propiedad de los clientes y no sujetos a distribución de los acreedores de un corredor/agente insolvente.

d' Al establecer límites a la extensión de créditos para los corredores/agentes se disminuye el riesgo sistemático o del sistema y se incrementa la protección al cliente y al agente.

(2) Establecer estándares de negociación, incluyendo un Código de Conducta para negociación con el público para aumentar el nivel general de confianza en el mercado e incrementar la estandarización de prácticas de negociación sin mermar la competencia efectiva.

(3) Establecer criterios para dirigir las prácticas de ventas, la divulgación de riesgo y la publicidad. La mejor solución para asegurar a la ciudadanía que no serán conducidos a inversiones inadecuadas es exigir que todos los participantes que ofrezcan productos al público en el mercado OTC llenen ciertos estándares de divulgación en relación con los productos que están ofreciendo.

(4) Esto contribuirá a:

a' que los clientes estén protegidos contra prácticas fraudulentas de negociación y a prepararse para la recuperación de daños al cliente;

b' prepararse para una adecuada divulgación de riesgos; y

c' una mejor garantía de que la publicidad no es engañosa.

(5) Fijar requisitos de sistema de registro y establecer la mínima documentación necesaria para registrar y confirmar transacciones de negocios con los clientes. Esto preparará el camino para un sistema de auditoría que permita reconstruir posteriormente las transacciones, de ser necesario, en el evento de un conflicto.

(6) Establecer un proceso de solución de conflictos, como el de arbitramento. De ejecutarse correctamente, esto contribuirá a generar confianza en las negociaciones al garantizar a ambas partes en una transacción que existe un procedimiento justo, fácil y rápido para solucionar los conflictos.

(7) Establecer reportes financieros. Exigir a las compañías que reporten sus estados financieros es el medio más eficiente y eficaz de recolectar información acerca de los problemas existentes y potenciales. El conocimiento es el primer paso hacia el cumplimiento de los estándares. Ninguno de los anteriores elementos será efectivo a menos que sea obligatorio. Sin un requisito de presentación de informes, el cumplimiento de las reglas, la protección del interés público y la integridad de los mercados financieros es extremadamente difícil y básicamente pasivo. Debe exigirse a todos los SRO's con licencia que presenten informes a sus miembros. El gobierno debe hacer un auditoría periódica a los Sopara verificar que se esté dando cumplimiento al requisito de presentación de informes.

En la mayoría de los casos estas herramientas proporcionarán suficientes facultades a un organismo auto-regulador para identificar a los participantes y encauzar los patrones de comportamiento de las compañías OTC hacia los fines deseados.

Fin del Informe

V. Descripción del Producto

La siguiente descripción de productos son variaciones del *forward contract* o de la opción o tienen dichas características incorporadas a sus estructuras.

- Una ***embedded option*** es una opción que constituye parte inseparable de otro instrumento. La mayoría son una característica de conversión a un bono, préstamo, hipoteca, etc.

- Un **contrato de futuros** es un tipo especial de *forward contract*. Es un *forward contract* de negociación estandarizado sujeto a las reglas de una bolsa organizada y liquidado a través de una clearinghouse permitiendo el derecho de sustitución y cancelación por compensación.

- Un ***Forward Rate Agreement*** es un contrato en virtud del cual se establece una tasa de interés a ser pagada o recibida en una obligación

específica en una fecha futura. Generalmente la suma del contrato a la cual se aplica la tasa de interés es teórica. El acuerdo no necesariamente tiene que estar vinculado al dueño de la obligación implícita. Algunas veces se considera como un contrato de futuros OTC.

- Un **Bono Euro-Convertible** es un bono (*debenture*) en denominación de moneda distinta a la del país emisor. Generalmente son diseñados para explotar intereses diferenciales entre países.

- **Préstamos Bursatilizados** (automóviles, finca raíz) son valores emitidos por un consorcio como colateral para valores, préstamos sobre automóviles, finca raíz, tarjetas de crédito, etc. Los valores pagan capital e interés al tenedor con base en los flujos de caja recibidos sobre los préstamos del consorcio. El valor de los valores del consorcio se deriva de los pagos de capital e interés efectuados (y no efectuados) sobre los préstamos de automóviles, finca raíz, etc.

- Las **Opciones de Capital** (acciones individuales, índices, canastas) son opciones para comprar o vender un número dado de acciones en una compañía específica, un índice de dichas acciones o una canasta de acciones a un precio dado dentro de un período específico de tiempo. Una opción de venta (*put option*) confiere el derecho pero no la obligación de vender las acciones o índice. Una opción de compra (*call option*) confiere el derecho de comprar las acciones o índice.

- Un ***Equity Swap*** es un acuerdo contractual en virtud del cual una de las partes conviene pagar a la otra el retorno de un *notional value amount* de una canasta de acciones en bolsa a cambio de recibir de la otra parte un retorno equivalente a la tasa LIBOR más sobre el mismo *notional value amount.* Variaciones de estos contratos se utilizan en muchos países emergentes conjuntamente con ofertas planeadas al público de compañías privadas.

- ***Equity Linked Notes*** son el equivalente a una combinación de un *low coupon bond* con retorno unido a un valor único o a una canasta o a un índice.

- Un ***Cash Flow Swap*** (Capital,Moneda, Índice) es un contrato para cambiar una corriente de pagos periódicos con una contraparte. Son el equivalente matemático a una serie de *forward contracts.*

- **Mercados Informales de Futuros/Opciones** son esencialmente contratos *forward* privados en los cuales la oferta del producto relaciona el precio de compra/venta en una lista de futuros u opciones. Estos operadores se conocen con el nombre de operadores clandestinos ya que el cliente es conducido a creer que está negociando en futuros cuando en realidad los contratos no están sujetos a las reglas, procedimientos o salvaguardas de una *exchange clearinghouse.*

- Un ***Warrant*** es una opción de compra a largo plazo, generalmente con un vencimiento original que supera los 2 años y con oferta específica emitida a la salida de la oferta.

- Un ***Index Warrant*** son opciones de compra y venta en un Índice o index futuros. Generalmente estos *warrrants* son emitidos por corporaciones, bancos de inversión, compañías de seguros y otras corporaciones financieras como un medio de solicitar y dar dinero en préstamo. Algunas veces se utilizan como un medio para evadir las reglas que restringen la propiedad de acciones en el extranjero o la participación extranjera en un mercado de bolsa.

- ***Covered Warrants on Stocks*** es una acción o canasta de acciones o *index warrant* asegurado por las acciones o por el crédito específico del emisor. Se utilizan principalmente cuando la transferencia de acciones está restringida o cuando los compradores quieren una seguridad.

B. Mayor Descripción y Discusión

Muchos países de mercados emergentes que no tienen mercados de futuros u opciones han descubierto que el *OTC warrant market* es el primer y el mercado más fácil de desarrollar. Desde el punto de vista regulador que generalmente plantea las preguntas más difíciles porque los *warrants* tienen

muchas de las características de un valor (i.e., implican una emisión de una cierta demanda) y también las características de un contrato.

Los derivados tipo *warrant* se negocian con frecuencia en bolsas de valores en otros países. Por ejemplo, en los Estados Unidos la Bolsa Americana de Valores (AMEX) actualmente cotiza *warrants* en índices de cotización de acciones internacionales y domésticos, en instrumentos de moneda, *equity-linked term notes* y otros productos estructurados. Estos *warrants* cotizados son principalmente emisiones de corredores y bancos de inversión. A continuación se describen mejor algunos de los productos antes enumerados pero se da especial énfasis a los varios *warrant products* y se discuten algunos de los elementos y aspectos relacionados con su negociación en el mercado OTC.

1. ***Corporate Issued Warrants (Tradition al Warrants)***

Descripción -- Un *corporate warrant* es básicamente una opción de compra (*call option*) emitida por una corporación autorizando al tenedor (inversionista) a adquirir un número especifico de acciones, a un precio específico y dentro de un período específico de tiempo. Cada emisión de *warrants* contiene sus propios términos y condiciones y generalmente tiene una fecha de expiración de por lo menos un año, siendo la mayoría por lo menos de tres a cinco años o más largas. Algunos *warrants* son emitidos como *perpetual warrants*. Cada emisión sin embargo, puede, si la regulación lo permite, establecer una fecha de expiración. Los términos y condiciones especifican el coeficiente de conversión

uno a uno o alguna otra tasa de conversión que pueda involucrar acciones fraccionarias. AL igual que las opciones, los *warrants* son activos depreciables (*wasting assets*) y, a menos que el precio en bolsa sobrepase el precio del *warrant* (ejercicio), éste expirará sin valor. Aún cuando son inicialmente emitidos por corporaciones, los *warrants* se negocian en el mercado secundario en bolsas o en mercados OTC. El ejercicio de un *warrant* tiene como resultado la emisión por parte de la corporación de una nueva acción ordinaria, formando así la base de una importante distinción regulatoria que puede ser utilizada al regular productos bien como valores o como contratos de derivados.

Usos -- Los *warrants* se emiten con frecuencia adscritos a los bonos como una herramienta de mercadeo que permita a la corporación emisora obtener costos de financiación más bajos. En esta situación, los bonos/*debentures* con *warrants* adscritos constituyen un paquete de valores que pueden separarse o desprenderse y ser vendidos separadamente por el inversionista. Las corporaciones también emiten *warrants* en relación con adquisiciones y reorganizaciones corporativas o durante la emisión de nuevas acciones como parte de una oferta de acciones ordinarias o como compensación parcial a los suscriptores. Los *warrants* también ofrecen a los inversionistas un medio de apalancamiento más barato y más alto para especular con una acción específica.

Comparación con las Opciones de Compra (*call options*) -- Como se dijo antes, los *warrants* son muy similares a las opciones de compra (*call options*).

Sin embargo, varias diferencias significativas pueden usarse con fines de regulación, entre ellas:

Los *warrants* son emisiones corporativas mientras que las opciones con creadas por el mercado, generalmente por un tercero, sin una limitación de emisión;

Los *warrants* tienen generalmente fechas de expiración más largas que las opciones, especialmente las opciones negociadas en bolsa. (Por ejemplo uno a tres o más años para *warrants* vs. vencimientos trimestrales o mensuales para la mayoría de opciones negociadas en bolsa), aún cuando algunas bolsas ya negocian opciones a largo plazo (LEAPS), a dos o tres años; y

Los *warrants* son generalmente menos estandarizados en sus términos y condiciones que las opciones, especialmente las opciones negociadas en bolsa.

2. ***Index Linked Bonds***

Este producto es similar a los bonos con *warrants* adscritos, excepto que se usa un *index feature* en vez de una conversión a característica de acción ordinaria. Los *index-linked bonds* generalmente implican venta corporativa (emisión) de bonos con un *call warrant index feature*, utilizando un índice bursátil que permite la emisión corporativa para obtener financiación inicial más barata y

que le permite al inversionista recibir cualquier ganancia en el *index value*. Si el índice sube, entonces la corporación le paga al inversionista las ganancias adicionales de capital y si el índice baja, generalmente la corporación le paga al inversionista a la tasa de pago nominal especificada más el retorno de la inversión de capital. La corporación vendedora a veces cubre (*hedges*) estas transacciones con *equity derivative swaps*. *Index-linked bonds* más complejos con características de opción de venta (*put option*) también han sido ofrecidos con frecuencia a través de transacciones dispuestas por los bancos que involucran el equiparar a los inversionistas con los emisores. Puesto que los *index linked bonds* involucran una emisión corporativa de un bono, estos instrumentos pueden ser considerados como valores.

3. Valores Convertibles

Otro tipo de derivado de capital es el valor convertible que puede ser un bono/*debenture* o una emisión de acciones preferenciales con una disposición que le permita al inversionista convertir un valor en acción ordinaria bajo términos y condiciones específicos, incluyendo el período de conversión, el coeficiente de conversión y el precio de conversión. De no ejercerse, entonces el bono permanece en vigencia hasta su expiración o la acción preferencial continúa sin convertirse a acción ordinaria. Por eso, como es el caso de los *warrants*, los valores convertibles son emisiones que, si se convierten, también tienen como resultado la creación de una nueva acción ordinaria. Pero mientras contengan

una característica de opción, se diferencian de las opciones en que, aún cuando no se ejerzan, una acción (bono o acción preferencial) permanece.

4. Ejemplos de otros Productos Derivados Tipo *Warrant*

A continuación se revisan algunos ejemplos de productos derivados tipo *warrant* que aún cuando consisten en emisiones iniciales no involucran la creación de nuevo capital. Al contrario, el capital existente se reasigna o se liquidan en efectivo los contratos. Por lo tanto, en el enfoque de regulación propuesto, estos productos y productos similares serían regulados como derivados bajo la nueva ley. A este respecto debe tenerse en cuenta que llamar inversión un *warrant* no necesariamente lo convierte en valor. Como se demuestra más adelante, varios productos que evidentemente son derivados de *warrants* tradicionales, se mercadean como *covered warrants*. Si la Superintendencia de Sociedades ha dicho en el pasado que los *warrants* son valores, es posible que la Superintendencia desee dar a conocer el lenguaje que explícitamente establece que el uso del término *warrant* en el nombre de un producto no es un factor determinante para que el producto sea considerado un valor o un derivado con fines de regulación.

Covered Warrants -- Estos derivados de capital son emisiones de terceros, tales como bancos o corredores, "cubiertos" por la acción implícita o en algunos casos, por otros *warrants* u opciones de una corporación específica, que pueden ser ejercidos a un precio específico, dentro de un período específico de

tiempo. Las emisiones de *covered warrants* contienen varias características de reembolso y algunos, disposiciones para operaciones al contado. Aún cuando involucran emisiones, una diferencia importante con los *warrants* tradicionales es que los *covered warrants* no son instrumentos emitidos por corporaciones que puedan ser convertidos a capital nuevo pero, en cambio, si tienen como resultado la reasignación de deuda o capital por parte del emisor (sucriptor) o, en algunos casos, operaciones al contado. A excepción de la característica de emisión, básicamente es una opción.

Index Warrants – Estos instrumentos derivados, que son similares a los *covered warrants* antes vistos y que se conocen como *covered index warrants*, normalmente son liquidados al contado, emitidos por entidades financieras o por corredores y pueden emitirse como *put* o *call warrants* e involucran varios índices bursátiles tales como el S&P 500 o Nikkei 225. Este tipo de instrumentos derivados es particularmente atractivo para índices que no tengan un contrato de futuros, como el Índice Bursátil de la Bolsa de Bogotá. La característica de opción de venta (put option) puede permitirse el *downside market protection* para el tenedor de un portafolio de acciones.

Basket Warrants – Estos derivados de capital son similares a los *covered index warrants* antes vistos, excepto porque están basados en una "canasta" de valores con precios de ejercicio generalmente calculados sobre la base de un índice estrecho ("canasta"). Tanto los *put* como los *call warrants* generalmente se ofrecen con ejercicio que resulta en liquidaciones al contado.

Las "canastas" generalmente consisten en sectores industriales o geográficos y generalmente son suscritos por bancos u otras entidades o corredores con un portafolio de canasta de acciones. Estos *basket warrants* han permitido a los administradores de portafolios y fondos adquirir o cubrir (*hedge*) inversiones en mercados a los que de otra forma no tendrían acceso.

5. *Swaps* que involucran Derivados de Capital

Aunque no es un producto tipo *warrant*, existen varios tipos de *swaps* derivados de capital, incluyendo muchos que son fabricados para satisfacer a las partes que básicamente involucran un cambio de flujos de ingresos basados en la ganancia financiera o pérdida de un valor, canasta de valores o índice. Surgen así preguntas con respecto a si deben ser regulados de la misma forma en que se regulan los valores implícitos o como derivados separados. Los pagos se cambian periódicamente, trimestralmente o al vencimiento. Los vencimientos generalmente oscilan entre uno y cinco años aún cuando el *swap* puede estructurarse con mayores o menores vencimientos. Sin embargo, como ya se anotó, las transacciones de *swaps* involucran un cambio de flujos de ingresos, no la emisión o cambio de valores. En consecuencia, estos productos, así como otras transacciones de *swaps* serían contratos y no valores.