

UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
MAESTRÍA EN DERECHO CORPORATIVO

"LOS CONTRATOS DE DERIVADOS FINANCIEROS OTC EN EL MERCADO GUATEMALTECO"
TESIS DE POSGRADO

EDGAR BENJAMÍN ARRIAZA ACEVEDO
CARNET 24961-11

GUATEMALA DE LA ASUNCIÓN, NOVIEMBRE DE 2017
CAMPUS CENTRAL

UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
MAESTRÍA EN DERECHO CORPORATIVO

"LOS CONTRATOS DE DERIVADOS FINANCIEROS OTC EN EL MERCADO GUATEMALTECO"
TESIS DE POSGRADO

TRABAJO PRESENTADO AL CONSEJO DE LA FACULTAD DE
CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

POR
EDGAR BENJAMÍN ARRIAZA ACEVEDO

PREVIO A CONFERÍRSELE
EL GRADO ACADÉMICO DE MAGÍSTER EN DERECHO CORPORATIVO

GUATEMALA DE LA ASUNCIÓN, NOVIEMBRE DE 2017
CAMPUS CENTRAL

AUTORIDADES DE LA UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR

RECTOR: P. MARCO TULIO MARTINEZ SALAZAR, S. J.
VICERRECTORA ACADÉMICA: DRA. MARTA LUCRECIA MÉNDEZ GONZÁLEZ DE PENEDO
VICERRECTOR DE INVESTIGACIÓN Y PROYECCIÓN: ING. JOSÉ JUVENTINO GÁLVEZ RUANO
VICERRECTOR DE INTEGRACIÓN UNIVERSITARIA: P. JULIO ENRIQUE MOREIRA CHAVARRÍA, S. J.
VICERRECTOR ADMINISTRATIVO: LIC. ARIEL RIVERA IRÍAS
SECRETARIA GENERAL: LIC. FABIOLA DE LA LUZ PADILLA BELTRANENA DE LORENZANA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

DECANO: DR. ROLANDO ESCOBAR MENALDO
VICEDECANA: MGTR. HELENA CAROLINA MACHADO CARBALLO
SECRETARIO: LIC. CHRISTIAN ROBERTO VILLATORO MARTÍNEZ
DIRECTORA DE CARRERA: MGTR. AIDA ELIZABETH GUADALUPE FRANCO CORDON

NOMBRE DEL ASESOR DE TRABAJO DE GRADUACIÓN

MGTR. ENRIQUE FERNANDO SÁNCHEZ USERA

TERNA QUE PRACTICÓ LA EVALUACIÓN

DRA. CYNTHIA MARIELA SALAZAR MUÑOZ
MGTR. GUSTAVO ADOLFO ORELLANA PORTILLO
MGTR. WERNER IVAN LOPEZ GOMEZ

Guatemala, 2 de octubre de 2017

Honorables Miembros del Consejo de Facultad
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales
UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR

Honorables miembros del Consejo:

Por resolución del Consejo de Facultad, fui designado asesor del trabajo de tesis del estudiante EDGAR BENJAMÍN ARRIAZA ACEVEDO que lleva por título: "LOS CONTRATOS DE DERIVADOS FINANCIEROS OTC EN EL MERCADO GUATEMALTECO". El trabajo se desarrolló de forma integral y exhaustiva, cumpliendo los requerimientos exigidos por la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, por lo que se emite el presente dictamen favorable en relación con la tesis realizada por el estudiante Arriaza Acevedo.



MGR. ENRIQUE F. SÁNCHEZ USERA
ASESOR DE TESIS



Orden de Impresión

De acuerdo a la aprobación de la Evaluación del Trabajo de Graduación en la variante Tesis de Posgrado del estudiante EDGAR BENJAMÍN ARRIAZA ACEVEDO, Carnet 24961-11 en la carrera MAESTRÍA EN DERECHO CORPORATIVO, del Campus Central, que consta en el Acta No. 07703-2017 de fecha 17 de noviembre de 2017, se autoriza la impresión digital del trabajo titulado:

"LOS CONTRATOS DE DERIVADOS FINANCIEROS OTC EN EL MERCADO
GUATEMALTECO"

Previo a conferírsele el grado académico de MAGÍSTER EN DERECHO CORPORATIVO.

Dado en la ciudad de Guatemala de la Asunción, a los 20 días del mes de noviembre del año 2017.

LIC. CHRISTIAN ROBERTO VILLATORO MARTÍNEZ, SECRETARIO
CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
Universidad Rafael Landívar



LISTADO DE ABREVIATURAS

Abreviatura	Término
Broker	Corredor de Bolsa (intermediario)
Cap	Cobertura de tasa de interés en subida (para préstamos)
Call	Opción de compra
CBOT	Chicago Board of Trade (Junta de Comercio de Chicago)
CBOE	Chicago Board Option Exchange (Junta de intercambio de Opciones de Chicago)
CDO	Collateralized Debt Obligation (Obligación colateralizada con deuda)
CDS	Credit Default Swap (Permuta de incumplimiento crediticio)
CFA	Chartered Financial Analyst (Analista Financiero Titulado)
CFTC	Commodity Futures Trading Corporation (Comisión de Negociación de Futuros y Materias Primas)
CME	Chicago Mercantile Exchange (Bolsa Mercantil de Chicago)
CMOF	Contrato Marco de Operaciones Financieras
Collar	Cobertura de tasa de interés
CO2	Dióxido de Carbono
Dealer	Corredor de Bolsa (intermediario con participación)
etc.	Etcétera
ETD	Exchange Traded Derivates (Derivados negociados en Bolsa)
FED	Federal Reserve (Reserva Federal de Estados Unidos)
Floor	Cobertura de tasa de interés en bajada (para depósitos)
GLOBEX2	Sistema electrónico de negociación global de futuros y opciones
Hedge	Derivado de cobertura
IMM	International Monetary Market (Mercado Monetario Internacional)
IOM	Index and Option Market (Mercado de opciones e índices)
IPO	Initial public offer (Oferta pública de acciones)
ISDA	International Swaps and Derivatives Association, Inc. (Asociación Internacional de Swaps y Derivados)

MBS	Mortgage Backed Securities (Valores respaldados con hipotecas)
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Sistema automatizado de la Asociación Nacional de Corredores de Valores)
NASD	National Association of Securities Dealers (Asociación Nacional de Corredores de Valores)
NYSE	New York Stock Exchange (Bolsa de Valores de Nueva York)
OCC	Options Clearing Corporation (Camara de compensación de opciones)
OTC	Over the Counter (Mercado NO organizado)
OTCBB	OTC Bulletin Board (Tablero de Anuncios en mercado OTC)
Put	Opción de venta
Rs	Direct Relief, Economic Recovery and Financial Reforms (Alivio directo, recuperación económica y reformas financieras)
SEC	Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores)
SIPC	Securities Investor Protection Corporation (Corporación para la Protección del Inversor en Valores)
Warrant	Opción de compra de acciones

RESUMEN DE LA INVESTIGACIÓN

La presente investigación se centra en los productos y servicios que se comercializan en los mercados de capitales, denominados instrumentos financieros, tanto en un mercado regulado como en un mercado no regulado -OTC-, con la finalidad que el lector conozca cómo se desarrollaron estos instrumentos en la historia y como la evolución de los mismos ha generado una serie de productos denominados “Derivados Financieros”, que por su grado de complejidad es importante que los profesionales de Derecho conozcan, para que puedan desde su capacidad profesional, generar contratos que puedan asegurar cuales son los derechos y obligaciones que adquiere cualquier comprador o vendedor dentro de un mercado.

Con la presente investigación no se pretende que el profesional de derecho se convierta en experto en Mercado de Capitales, pero sí que tenga herramientas que permitan normar dichos instrumentos, para que legalmente se pueda exigir derechos y obligaciones y se fijen consecuencias ante incumplimientos o riesgo inherentes al comercializar estos instrumentos, los cuales ya forman parte de las economías desarrolladas y que cada vez son más comunes en mercados como el de Guatemala que no cuenta con un mercado de capitales desarrollado.

INDICE

INTRODUCCIÓN	i
CAPÍTULO 1. Reseña Histórica	1
1.1 Contextualización	1
1.1.1 El mercado bancario	2
1.1.2 El mercado de capitales	3
1.2 Desarrollo del mercado de derivados	5
1.3 Regulación del mercado de derivados	10
1.3.1 Clases de derivados financieros	11
1.3.1.a Por complejidad	11
1.3.1.b Por los agentes que intervienen	12
1.3.1.c Por el tipo de valor subyacente	13
1.3.1.d En función del activo subyacente	14
1.3.1.e Según su finalidad	14
1.4 Riesgo sistemático de derivados financieros	15
1.4.1 El denominado “jueves negro”	15
1.4.1.a Sobreproducción	16
1.4.1.b Desorden monetario	16
1.4.1.c Desigual y relativa recuperación	17
1.4.2 Crisis de los 70s	17
1.4.3 Crisis “burbuja inmobiliaria” en el año 2008	19
1.4.3.a Mercado de derivados locales	21
1.4.3.b Mercado de derivados internacionales	22
CAPITULO 2. Mercado Organizado	23
2.1 Antecedentes	23
2.1.1 Chicago Mercantile Exchange (CME)	24
2.1.2 Chicago Board of Trade (CBOT)	25
2.2 Concepto	26
2.3 Mercado de derivados	29
2.4 Regulación	29
2.5 Productos que se comercializan	32
2.6 Derivados financieros en mercados organizados	33
2.6.1 Swaps	33
2.6.2 Contrato de futuros	33
2.6.3 Opciones	35
2.6.3.a Opciones de venta (put)	35
2.6.3.b Opciones de compra (call)	37
2.6.3.c Opciones americanas y europeas	40
2.6.4 Collar	41
2.6.5 Warrant	43
2.7 Modelos de contratos	43

CAPÍTULO 3.	Mercado no organizado (OTC)	45
3.1	Antecedentes	45
3.2	Conceptos	47
3.3	Regulación	47
3.4	Características del mercado OTC	51
3.5	Productos que se comercializan	52
3.6	Derivados financieros en mercados no organizados	53
3.6.1	Forwards	54
3.7	Opciones exóticas	57
3.7.1	Opciones asiáticas	58
3.7.2	Opciones barrera	58
3.7.3	Opciones lookback	59
3.7.4	Opciones convertidas a divisas	59
3.7.5	Opciones binarias	59
CAPÍTULO 4.	Presentación, análisis y discusión de resultados	60
4.1	Situación del mercado bursátil y extrabursátil en Guatemala	60
4.2	Ventajas y desventajas	67
4.3	Riesgos para oferentes y demandantes	68
4.3.1	Riesgo de contraparte	70
4.3.2	Riesgo país	70
4.3.3	Riesgo de liquidez	70
4.3.3.a	Riesgo de liquidez de mercado	70
4.3.3.b	Riesgo de liquidez de financiación	71
4.3.4	Riesgo de crédito	71
4.3.5	Riesgos operacionales y jurídicos	71
4.3.6	Riesgos de mercado	71
4.3.6.a	Riesgo de precio	72
4.3.6.b	Riesgo de volatilidad	72
4.3.6.c	Riesgo de correlación	72
4.4	Contratos en mercados no organizados	72
4.4.1	Contrato forward de compra de divisas	72
4.4.2	Contrato Hedge o de cobertura	74
	Conclusiones	80
	Recomendaciones	82
	Referencias	84
	Bibliográficas	84
	Electrónicas	85
	Anexos	86
	Cuadros de cotejo	86
	Modelos de contratos de derivados en mercados OTC	87
	Glosario	96

INTRODUCCIÓN

El desarrollo de los mercados financieros en la historia de la humanidad ha permitido una evolución sin precedentes, sin embargo, es en los últimos 60 años, después de la Segunda Guerra Mundial, el crecimiento económico de los países desarrollados permitió la creación de instrumentos financieros denominados “derivados” mismos que al relacionarse con un determinado producto o servicio permite crear el mercado de activos más grande del mundo. Un derivado financiero es un producto cuyo valor se basa en el precio de otro activo, y comúnmente se indica que son volátiles o de alto riesgo, debido a que su valor cambia en respuesta a los precios de los activos subyacentes, que para el efecto pueden ser productos agrícolas, metales, monedas, divisas, acciones, índices bursátiles, etc. Actualmente Guatemala no cuenta con un mercado bursátil desarrollado, es por ello que la presente investigación tiene como objetivo general dar a conocer a cualquier profesional o lector interesado, qué es un Derivado Financiero y como se comercializa en mercados organizados y no organizados -OTC-, por sus siglas en inglés Over the Counter.

Como objetivos específicos se plantearon los siguientes: a) Conocer cómo operan los derivados financieros en los mercados organizados y no organizados; b) Diferenciar los derivados financieros en mercados organizados y no organizados; c) Conocer las ventajas y desventajas del uso de derivados financieros en mercados organizados y no organizados; d) Saber utilizar los contratos de derivados financieros, como contrato atípico, en un mercado organizado y no organizado.

Ante esta evolución surgen las preguntas de investigación: ¿cómo los derivados financieros permiten reducir los riesgos en operaciones de compra venta de bienes y servicios, tanto para un comprador, como para un vendedor? y ¿si regular el uso de contratos permite reducir los riesgos inherentes en dichos instrumentos?.

El usar derivados financieros para actividades de especulación siempre originará una pérdida en un lado y una pérdida por el otro lado, por lo que el tener regulación

complementaria para derivados financieros destinados a la especulación permitirá reducir las pérdidas en riesgos de contraparte.

Como parte del alcance de la investigación se realizó un estudio descriptivo exploratorio, para evaluar el uso de los Derivados Financieros en Guatemala y los beneficios que han obtenido los inversionistas. Adicionalmente se trabajó en un cuadro de cotejo que permite comparar las ventajas y desventajas de utilizar los derivados financieros en ambos mercados.

Varias fueron las limitaciones encontradas para el desarrollo de la presente investigación, sin embargo, entre las principales se encontró el desconocimiento de este tipo de instrumentos por los profesionales guatemaltecos, así como la falta de información estadística que pueda evidenciar su uso en el país, adicional a que no se cuenta con una central de derivados que permita comercializar estos productos en mercados organizados que mitiguen los riesgos de contraparte en su utilización.

La investigación está delimitada para el mercado guatemalteco y como elementos de estudio se presenta la legislación aplicable a derivados financieros que puede ser adoptada en Guatemala y los tipos de contratos de derivados financieros en mercados organizados y no organizados. Para ello se realizaron entrevistas con profesionales dedicados al Mercado de Capitales y Sistema Financiero en el país y se realizó la investigación con la finalidad de entender los riesgos y el manejo de dichos instrumentos en los mercados donde se comercializan.

Con la lectura de esta investigación, cualquier persona interesada en informarse acerca de los Derivados Financieros puede alcanzar conocimientos básicos acerca de su funcionalidad y aplicación en el mercado Guatemalteco.

CAPÍTULO 1

RESEÑA HISTORICA DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

1.1 Contextualización

Un mercado puede ser definido como *“un ámbito o lugar donde se encuentran compradores o demandantes y vendedores u oferentes de determinados productos, que pueden ser bienes o servicios. Los productos que se negocian en el mercado financiero se denominan activos financieros y otorgan a sus tenedores el derecho a percibir flujos futuros de dinero.”*¹

Partiendo de la definición de lo que es un mercado, se aprecia una clara manifestación de intercambio de productos, tanto en bienes y servicios, entre particulares que asumen un rol de comprador y vendedor. Dicho concepto, parte de la generalidad de lo que comúnmente conocemos como Economía, que en su sentido más amplio y común se define como *“la correcta administración de los recursos”*; y en ese sentido, surgen los agentes económicos, que se definen como: ***“Los sujetos activos más elementales o primarios del proceso económico: consumidores o economías domésticas, unidades económicas de producción o empresas y Estado”***. Se establece que los particulares que asumen un rol de comprador y/o vendedor, son considerados como agentes económicos, ya que forman parte del denominado proceso económico.²

Dentro de la economía moderna existen distintos agentes económicos, de los cuales podemos mencionar a las familias, las empresas, y al sector público. Se manifiestan casos a nivel generalizado, en que algunos de los agentes económicos mencionados anteriormente, no consumen, ni hacen circular dentro del proceso económico, sus ingresos netos, es decir, el dinero que se manifiesta en su haber líquido por un tiempo determinado; y esa no circulación se debe a que dichos

¹ Tosi Ramiro, y otros. Mercado de Capitales, Manual para No Especialistas. Buenos Aires, Argentina, editorial Temas, año 2010, Tercera Edición, pág. 2.

² Agentes Económicos. La Gran Enciclopedia de la Economía, Madrid, España. Año 2012. <http://www.economia48.com/spa/d/agentes-economicos/agentes-economicos.htm> Fecha de consulta 20 de abril 2013.

ingresos son destinados a un ahorro determinado. A este tipo de agentes se los denomina **unidades superavitarias**, quienes son los que ofrecerán este ahorro en el mercado financiero con el objetivo de incrementar sus posibilidades de consumo en el futuro.³

Al mismo tiempo y como contrapartida de las unidades superavitarias, existen agentes económicos que desean gastar más que su nivel de ingresos, y en consecuencia necesitan financiamiento. A este tipo de agentes se los denomina **unidades deficitarias**, que son los que demandan los ahorros de las unidades superavitarias para cubrir su déficit.⁴

En ese mismo orden de ideas, se hallan lo que son los activos financieros, dichos activos, tienen la particularidad que se comercializan dentro de los mercados, los cuales son denominados como **“mercados financieros”**. Por lo que los activos financieros se definen como los medios o vehículos empleados para canalizar los ahorros de las unidades superavitarias hacia las necesidades de financiamiento de las unidades deficitarias.⁵

En los mercados financieros modernos, se establece que las operaciones ejecutadas por tales mercados responden a dos ámbitos en concreto, que son:

1.1.1 El mercado bancario: Se caracteriza en el sentido que las entidades financieras realizan una actividad de intermediación, recibiendo depósitos y otorgando créditos. La diferencia (**spread**⁶) entre la tasa que pagan a los depositantes y la tasa que cobran por los préstamos, es la compensación al servicio que prestan. Las entidades financieras son las que se encuentran dentro de este tipo de mercado y se encuentran reguladas y supervisadas por el Banco Central o la autoridad monetaria competente.⁷

³ Tosi Ramiro, y otros. *Op. Cit.*

⁴ *Ibid.*, Pág. 2.

⁵ *Loc. Cit.*

⁶ Es la diferencia entre el precio de compra y el de venta de un activo financiero.

⁷ Tosi Ramiro, y otros. *Op. Cit.*, Pág. 3.

1.1.2 El mercado de capitales: Tiene la particularidad que de este tipo de mercado se distinguen dos segmentos con funciones diferenciadas, los cuales son los mercados primarios y mercados secundarios. El mercado primario es aquel que está relacionado con la emisión y colocación de los activos financieros, denominados valores negociables. En él, los intermediarios ofrecen sus servicios de asesoramiento para que las unidades deficitarias puedan emitir y colocar los valores negociables entre las unidades superavitarias. El mercado secundario está relacionado con la cotización y negociación de valores negociables. En él, diferentes unidades superavitarias realizan transacciones de compra y venta, a través de los intermediarios autorizados. Estas operaciones se realizan en ámbitos formales denominados bolsas y mercados.⁸

Ambos mercados tanto el bancario como el de capitales, tienen la característica en común de que requieren la interacción entre las unidades superavitarias y las unidades deficitarias, a través de un intermediario, que es determinado por la concepción y utilización de tales mercados.

Continuando con la contextualización del presente trabajo, surge la necesidad de abordar el concepto de lo que son *los derivados*. Se define que los derivados constituyen una “*clase particular*” dentro del conjunto de instrumentos financieros. En ese sentido, los derivados *son aquellos instrumentos que representan de una forma concreta, todas aquellas operaciones o contratos entre dos partes, las cuales asumen y contraen derechos y obligaciones económicas, para una ejecución en un tiempo y fecha futuro, debidamente determinada*. Una de las principales características y particularidades de los derivados es que su precio depende o se “*deriva*” de la cotización de otro activo, denominado “*activo subyacente*”.⁹

⁸ Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). Mercado de Capitales: manual para no especialistas. Buenos Aires, Argentina. Grupo editorial. Año 2010. Pág. 3.

⁹ Tosi Ramiro, y otros. *Op.Cit.*, p.240.

En la actualidad existe una gran cantidad de activos subyacentes sobre los cuales se crean los derivados. Dentro de los denominados “derivados financieros” cuyo nombre hace referencia a que el activo subyacente es algún instrumento o variable de tipo financiero, de los que se hacen mención a los títulos de acciones, los bonos, las monedas, índices bursátiles, tasas de interés, riesgo de crédito, entre otros. Así mismo, existe otro conjunto de activos subyacentes vinculados a la economía real, tales como los metales preciosos (oro, plata, cobre), cereales (trigo, maíz, soya), productos energéticos (petróleo, gas, electricidad), los cuales son considerados los más comunes dentro de la categoría de los “derivados NO financieros”. También existen derivados más “exóticos” vinculados a otro tipo de variables no financieros, como por ejemplo, se puede mencionar la tasa de inflación, o bien aquellos que están íntimamente vinculados a hechos o acontecimientos de naturaleza fortuita, como lo es el clima, el resultado de una competencia deportiva o una elección presidencial, por citar algunos ejemplos.¹⁰

Otro punto importante dentro del tema de los derivados, es el resaltar la diferencia entre este tipo de operaciones de los derivados financieros, con respecto a las operaciones de contado. Como bien se narró en las líneas que anteceden, lo que se refiere a los derivados financieros consiste en aquellas negociaciones, operaciones y/o contratos en las que se asumen derechos y obligaciones por las partes que interactúan en tal acontecimiento financiero, para un plazo y/o fecha futura determinada. En cambio, las operaciones de contado se refieren básicamente a las negociaciones u operaciones en las que interactúan instrumentos financieros, como lo son los títulos de acciones, el intercambio del dinero y de los valores negociables, involucrados entre el comprador y el vendedor, que se realiza al momento de acordar o concretar la operación.¹¹

Como consecuencia de la consolidación de las economías a nivel internacional, como de forma local en cada país, han surgido diversas formas de interacción dentro del proceso económico, y de forma concreta dentro de los mercados

¹⁰ *Loc. cit.*

¹¹ *Loc. cit.*

financieros. Un claro ejemplo de ello son los mercados de los derivados financieros, los cuales se han estado caracterizando en la actualidad por su rápido y galopante crecimiento a partir de las últimas tres décadas, tanto en su volumen de operaciones, como en la variedad y tipos de contrataciones y/o negociaciones que se logren ejecutar y operar de forma eficiente y eficaz, bajo tal mercado financiero.¹²

En ese mismo sentido, se distinguen tres distintos participantes esenciales que interactúan dentro del mercado financiero de derivados, basado en el uso que se le dé a los contratos tipo de tal mercado. Por una parte, se encuentran aquellos participantes que buscan realizar operaciones de cobertura; por otra parte están los participantes que asumen una posición especulativa sobre el precio del activo subyacente, y por último, aquellos participantes que toman posiciones opuestas o inversas en el mercado de contado y en el mercado de futuros, en busca de un beneficio por arbitraje o diferencia entre los precios de ambos mercados.¹³

1.2 Desarrollo del mercado de derivados

Finalizada la Primera Guerra Mundial aparecieron las primeras hegemonías económicas internacionales, que controlaron el petróleo y el acero, lo que causó el aumento de la concentración empresarial a través de los **trust**¹⁴ y **holdings**¹⁵ angloamericanos, y los **konzerns**¹⁶ alemanes dispuestos a negocios arriesgados. Lo más característico fue el auge en Wall Street y demás bolsas de valores. En los años veinte surgió especulación en el estado de Florida, en Estados Unidos de América, basándose en la atracción de ventas de terrenos para la construcción de viviendas y centros de recreación, que se caracterizaron por ir aumentando su valor, mes a mes, y el transcurso de estos, hasta llegar finalmente a los fraudes en terrenos pantanosos, y la ocurrencia de huracanes agotaron la demanda de compra, lo que hizo que se quebrantara en el año de 1926 la esfera del mercado inmobiliario en Estados Unidos de América, lo que provocó que los capitales se trasladaran a la

¹² *Ibid.*, Pág. 242.

¹³ Instituto Argentino de Mercado de Capitales. *Op.Cit.*, p.p.239 - 242.

¹⁴ Trust = Fideicomiso = Relación en que la propiedad está en una parte en beneficio de otra.

¹⁵ Holdings = Empresa matriz = Empresa propietaria de acciones y controladora de otra(s) empresas.

¹⁶ Konzerns = Grupo = Fusión de varias empresas independientes en una entidad económica.

bolsa de valores de Wall Street, y al mercado bursátil en general. En el plazo de cinco años el promedio industrial *Dow Jones* aumentó cinco veces su valor hasta llegar a su nivel máximo. Una de las fechas consideradas más importantes en relación a la economía mundial, es la del 24 de octubre del año 1929 caracterizada por la caída de las bolsas de valores, considerada la mayor caída relativa de la historia de Estados Unidos de América, lo que ocasionó la afectación de la economía estadounidense, y en consecuencia como efecto dominó, la economía a nivel mundial.¹⁷

A consecuencia de lo ocurrido en el año de 1929, al comenzar la década de los años treinta, los Estados Unidos de América como país, se encuentra bajo los escombros de la caída de la Bolsa de Valores, lo que ocasionó una profunda crisis económica, la cual tuvo tanta consecuencia, que se extendió por el resto del mundo occidental. En fecha 4 de marzo del año 1933, asumió la presidencia Franklin Delano Roosevelt, convirtiéndose en el trigésimo segundo presidente de los Estados Unidos de América. La elección del Presidente Roosevelt se aprecia como aquel cambio histórico exigido por el pueblo estadounidense, para poner en marcha y ejecutar nuevas soluciones que pudiesen atacar y contrarrestar la crisis económica que azotaba el país, por lo que dicho presidente, puso en marcha el proyecto para el solventar la crisis, denominado *New Deal*, o en sus siglas en español “*Nuevo Trato*”.¹⁸

El programa gubernamental del *New Deal*, se caracterizó por estar constituido por una serie de medidas propias de tal programa, que fueron desarrolladas entre los años de 1933 a 1937, que tenían por objeto aliviar, recuperar, socorrer y reformar la economía de Estados Unidos de América, basado en las que denominaron las tres “*Rs*”: ***Direct Relief (alivio directo); Economic Recovery (recuperación económica); y Financial Reform (reformas financieras)***. El presidente Roosevelt defiende y se torna en precursor dentro del programa gubernamental *New Deal*, de la necesidad de que el Estado intervenga en la recuperación de la

¹⁷ Jaime Garcia Neumann. Localización Vía Inveniendi et Iudicandi, ISSN 1909-0528, N°. 11, 2010. Pág.11.

¹⁸ *Ibid.*, p.p.11-15.

economía del país, adoptando una nueva política de intervención (Intervencionista), la cual obtiene la permisibilidad y la facilitación de la recuperación de la economía nacional estadounidense, así como la regulación del propio estado sobre la actividad industrial, así como del nivel de adquisición de la población en general. Por lo que se dice, que el tradicional liberalismo, tuvo que adaptarse a una creciente intervención propia del Estado, lo que ocasionó una economía denominada mixta.¹⁹

Valiéndose del *New Deal*, el presidente Roosevelt realiza movilizaciones de dinero de las arcas públicas de Estados Unidos de América, con el objeto de generar una actividad económica, e incentivar el poder adquisitivo tal y como lo propuso el economista inglés Jonh Maynar Keynes. Dicho economista, baso su postulado en la estimulación de la demanda y el debido incremento del poder adquisitivo, lo que se constituyó como uno de los pilares básicos del capitalismo estadounidense. El señor Keynes propuso que el Estado debía tener un protagonismo esencial, dentro de la esfera de la economía nacional, como mundial, basándose que era inadmisibile que un Estado no asumiera un rol de protagonismo dentro de la economía nacional, tomando como premisa la no intervención, a la espera que las fuerzas libres e independientes de los mercados resolvieran las crisis económicas que se pudiesen suscitar en los propios países, por lo que estableció la necesidad de que fuesen empleados los fondos públicos que constituían las arcas del Estado, hasta el momento de la recuperación y consolidación de los recursos privados económicos.²⁰

En el año de 1938, en vísperas de la Segunda Guerra Mundial, la economía de Estados Unidos se revitalizó, y se consolidó como la economía más fuerte y próspera a nivel mundial, impactada por el rápido crecimiento industrial y la acumulación de capitales. La esencia de tal revitalización del capital económico estadounidense, tuvo su respaldo en la industria de producción de armas, las cuales eran vendidas a los estados que se encontraban inmersos dentro del conflicto bélico antes citado, así como los préstamos directos de dinero a los estados combatientes.

¹⁹ *Loc. cit.*

²⁰ *Loc. cit.*

Uno de los datos relevantes de la historia económica de Estados Unidos como país, es el hecho que en el año 1945 la producción industrial a nivel país fue el doble que la producción anual entre los años de 1935 y 1939, teniendo como dato relevante que para esas fechas el país estadounidense concentraba cerca del 50% del Producto Interno Bruto a nivel mundial, con menos del 7% de la población del mundo.²¹

Los conflictos mundiales de carácter armado y bélico, tienen parte de su fundamento y sustento en la economía de los estados, como de la economía mundial. Durante el desarrollo de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos de América, empezó a estructurar la forma de consolidación de un orden económico mundial para la posguerra, caracterizado en poder penetrar los mercados económicos mundiales que se encontraban cerrados, así como aperturar y generar oportunidades de inversión para capitales estadounidenses en países extranjeros, para lo cual se eliminarían restricciones de flujo de capital internacional.²²

En el culmen de la Segunda Guerra Mundial, se constituyó la Conferencia de Bretton Woods (Estados Unidos), la cual realizó la preparación de los Estados Unidos de América, basado en dos años y medio de trabajo, basado en la estrategia para la reconstrucción mundial de los países, a través de los denominados Tesoros de los Estados Unidos de América. El principal objetivo del sistema Bretton Woods fue poner en marcha un nuevo orden económico internacional, así como generar estabilidad a las transacciones comerciales a través de un sistema monetario internacional, con tipo de cambio sólido y estable, fundado y consolidado por el dominio económico del dólar. Se adoptó el patrón oro-dólar, que tuvo por objeto que el país de Estados Unidos de América debía mantener constantemente el precio del oro en 35 dólares por onza y se le concedió la facultad de cambiar dólares por oro a ese precio sin restricciones ni limitaciones. Al mantenerse fijo el precio de una moneda (el dólar), los demás países deberían fijar el precio de sus monedas con relación a aquella, y de ser necesario, intervenir dentro de los mercados cambiarios,

²¹ *Loc. cit.*

²² *Loc. cit.*

con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de una banda de fluctuación del 1%.²³

Posteriormente con la Guerra de Vietnam, se quebró el sistema Bretton Woods, Estados Unidos enviaba al exterior miles de millones de dólares para financiar la guerra. Además, en 1971 el país tuvo un déficit comercial por primera vez en el siglo XX, lo que ocasionó que los países europeos comenzaron a cambiar los dólares sobrevalorados por marcos alemanes y por oro. Lo que caracterizó que Francia y Gran Bretaña demandaran a Estados Unidos, la necesidad de conversión de sus excedentes de dólares en oro. Por tanto, las reservas de Fort Knox, donde está depositado el oro de Estados Unidos, se contrajeron y redujeron; a lo cual respondió el presidente de Estados Unidos de América de la época Richard Nixon, impidiendo las conversiones del dólar, y devaluando el dolar para hacer que las exportaciones estadounidenses fuesen más baratas y aliviar el desequilibrio comercial. Asimismo, el presidente Nixon impuso un arancel temporal del 10% y tuvo éxito en forzar a estos países a revalorizar su moneda, pero no en crear un nuevo sistema de tipos cambiarios estables. De hecho, el valor de las monedas empezó a fluctuar.²⁴

Lo anteriormente descrito, motivó que en los años setenta se produjera una basta cantidad de innovaciones financieras. Las amplias fluctuaciones en los tipos de cambio que vinieron posteriormente, añadieron una nueva y mayor incertidumbre a todas las transacciones internacionales, lo que materializó una respuesta a dicha incertidumbre fue el desarrollo de contratos de futuros en divisas, que fueron negociados por la Chicago Mercantile Exchange -CME-, la cual fue una innovación que a su vez dio lugar a una multitud de productos subsiguientes a medida que la turbulencia se expandía de los tipos de cambio a los tipos de interés. Otro producto ligado a los sucesos monetarios de esa época fueron las opciones sobre acciones ordinarias lanzadas por el rival de la CME, del otro lado de la ciudad, el Chicago Board of Trade -CBOT-. Ambos productos, comenzaron el proceso de desarrollo

²³ *Loc. cit.*

²⁴ *Loc. cit.*

casi al mismo tiempo, presionadas a diversificar por el estancamiento de los mercados agrícolas tradicionales.²⁵

Otra explicación de la repentina producción de innovaciones financieras después de los setentas tiene su clave en la revolución de la información, y especialmente en el ordenador electrónico. La aparente explosión de innovaciones de los años setenta fue simplemente un regreso tardío al camino del crecimiento financiero. La prolongada depresión impidió cualquier tirón de la demanda para desarrollar mercados e instrumentos financieros nuevos, y el creciente papel del regulador del Estado ahogó cualquier impulso innovador de la oferta, incluso en los deprimidos años treinta, la innovación financiera no se detuvo, pero la novedades eran más inducidas por el gobierno que por el mercado.²⁶

Lo anterior determinó la necesidad de la creación de los mercados financieros derivados, lo que constituye su fuente de surgimiento, por lo que es necesario establecer que los mercados financieros derivados se caracterizan por *las negociaciones, operaciones y/o contratos en las que se asumen derechos y obligaciones por las partes que interactúan en tal acontecimiento financiero, para un plazo y/o fecha futura determinada.*²⁷

1.3 Regulación del mercado de derivados

Los mercados derivados proporcionan dos características especiales y fundamentales, que son: a) fecha de vencimiento determinada; y b) apalancamiento financiero. Dentro de los mercados derivados, se manifiestan regulaciones que los clasifican en mercados organizados y los mercados NO organizados -OTC-, que son los mercados objeto de la realización del presente trabajo de tesis. Cuando se habla de los mercados organizados, se establecen que son aquellas instituciones que rigen y supervisan la contratación, y se caracterizan por ser precursoras de la

²⁵ *Loc. cit.*

²⁶ *Loc. cit.*

²⁷ *Loc. cit.*

institucionalización de productos estándar, es decir, que no son a la medida del cliente, sino que sean de fácil aplicación a los distintos tipos de inversionistas. Carecen de adaptabilidad para el gusto del cliente, pero propician una liquidez, que facilita la posibilidad de hacer y deshacer operaciones dentro del mercado.²⁸

Cuando se habla de los mercados OTC, son los denominados **sastre a la medida**, que caso contrario a los mercados derivados organizados, estos buscan la investigación de nuevos productos, que se adecuan a las pretensiones y necesidades de los clientes y requieren la participación e inserción dentro de un mercado OTC. Dentro de las regulaciones de los mercados OTC, se encuentra la denominada *cámara de compensación*, que su intervención garantiza que se lleve a buen término el contrato futuro, en aras que, por incumplimiento por parte de cualquiera de las partes, la contraparte no dejará de recibir lo acordado. Lo esencial de este tipo de mercado OTC es la realización de contratos futuros, que determinan la compra y venta de un producto a un precio y plazo determinado. Las regulaciones dentro de los mercados OTC, no se encuentran determinadas en convenios ni en legislaciones específicas, sino que son dictadas y puestas en práctica por la doctrina financiera, pero sobre todo, por parte de las instituciones que constituyen y forman parte de este tipo mercados, para la interacción más fluida de comercio entre partes contratantes.²⁹

1.3.1 Clases de derivados financieros

Tenemos 5 grandes clases, que son:

1.3.1.a Por complejidad

- a) **Derivado plain vanilla:** siempre será la versión más simple del derivado, es decir, el tipo de derivado convencional, que se constituye

²⁸ Cabanellas de las Cuevas, Guillemor. Mercado de Capitales. Buenos Aires, Argentina. Editorial Heliasta, S.R.L. año 2009. Pág.118.

²⁹ *Ibid.*, p.p.118-130.

a través de un contrato para el intercambio de flujo de caja en un futuro. Un ejemplo es el contrato *interest rate swap*, será la versión más simple que podamos encontrar de este producto.

- b) **Derivado exótico:** es aquel en el que las características del mismo son más complicadas que las de un derivado plain vanilla. Normalmente este tipo de derivados son OTC, es decir, entre grandes bancos, o mejor conocido como Mercado No Organizado. Aun así, existe la posibilidad de que sea objeto de compraventa en mercados financieros.³⁰

1.3.1.b Por los agentes que intervienen

- a) **Derivados OTC:** son aquellos que se acuerdan entre grandes bancos o grandes empresas entre ellas, es decir, mercados financieros no organizados. Este tipo de derivados constituye, por valor, la mayor parte de derivados financieros. Se suelen utilizar para operaciones de cobertura o hedging.

- b) **Los ETD o Exchange Traded Derivatives:** son aquellos que son objeto de compraventa en mercados financieros. Estos derivados son extremadamente líquidos y se utilizan más con fines especulativos. Pueden ser objeto de trading hasta la fecha de vencimiento, momento a partir del cual se ejecutan y desaparecen del mercado.³¹

³⁰ Activa Anima tus Finanzas. Dan Perry. Tipos de derivados financieros. España, 2008. <http://www.activa.com/magazine/productos-financieros/tipos-de-derivados-financieros> Fecha de consulta 20 de abril de 2013.

³¹ *Loc. cit.*

1.3.1.c Por el tipo de valor subyacente

- a) **Derivados de tipo de interés:** son aquellos derivados en los que su valor depende de tipos de interés. Un ejemplo es el *interest rate swap* o un *basis swap*. Estos derivados se suelen utilizar para protegerse de variaciones o exceso de exposición a un tipo de interés. También se aceptan para aprovechar las variaciones del mismo, especialmente si creemos que los tipos van a subir y tenemos nuestras inversiones a tipo fijo.
- b) **Derivados forex:** son aquellos que interviene el tipo de cambio de moneda. En este tipo de derivados se suelen hacer opciones o futuros sobre una moneda distinta a la propia o incluso con dos monedas ajenas, por ejemplo, una opción de compra de reales brasileños con libras esterlinas, ejecutada por un banco en Tokio.³²
- c) **Derivados sobre “equities y commoditys”:** son derivados cuyo valor depende de un activo intercambiado en los mercados de valores, por ejemplo, acciones o bonos. No obstante, también se suelen ver opciones sobre materias primas, como por ejemplo petróleo u oro. Tenemos opciones, futuros o warrants como los más comunes.
- d) **Derivados de crédito:** son aquellos que se refieren al riesgo de un crédito o un bono. Últimamente se habla mucho de ellos con la crisis de la deuda soberana y el valor de las permutas de incumplimiento crediticio (Credit Default Swap) -CDS- apareciendo en las noticias. También son conocidos los CDOs, que significa obligación colateralizada por deuda (Collateralized Debt Obligation) -CDO-, que se

³² *Loc. cit.*

utilizan para garantizar créditos, por ejemplo, créditos hipotecarios respaldados con títulos valores (Mortgage-backed securities) -MBSs-.

- e) **Otros derivados (exóticos):** entre estos tenemos derivados de emisiones de Dióxido de Carbono -CO₂-, derivados de inflación, entre otros.³³

1.3.1.d En función del activo subyacente

- a) **Derivados financieros:** el activo subyacente es un producto financiero en sí mismo. Se incluyen derivados sobre acciones, divisas, tipos de interés, bonos, etc.
- b) **Derivados no financieros:** son los derivados financieros cuyos activos subyacentes son generalmente productos y bienes como derivados sobre materias primas y otros productos básicos (metales, cereales, energía, etc.).³⁴

1.3.1.e Según su finalidad

- a) **Derivados especulativos:** Son aquellos que pretenden obtener beneficios por las diferencias previstas en las cotizaciones, basándose en las posiciones tomadas según la tendencia esperada.
- b) **Derivados de cobertura o *hedging*:** Son aquellos que se basan en operaciones que aíslan al agente de los riesgos asociados con las variaciones de precio de los activos, pero no libra contra el riesgo de variación de la base.

³³ *Loc. cit.*

³⁴ Tosi Ramiro, y otros. *Op.Cit.*, Pág.240.

- c) **Derivados de arbitraje:** Son aquellos derivados, que tienen como finalidad el obtener beneficios de las irregularidades existentes entre los precios de futuros entre sí o entre éstos y los de contado. En el arbitraje no se trata de cubrir riesgos, sino de beneficiarse de posibles anomalías en los precios.³⁵

1.4 Riesgo sistemático de derivados financieros

Se debe partir de definir lo que es un riesgo: *“El riesgo se define como la posibilidad de enfrentar una pérdida financiera. De modo más formal el término riesgo se emplea de manera indistinta con el término incertidumbre para hacer referencia a la variabilidad de los rendimientos relacionados con un activo específico”*³⁶

En el contexto de los derivados financieros, el uso de los mismos son razones y fundamentos que generan probabilidades que se propicie la creación de riesgos sistémicos inherentes, dentro de los mercados financieros organizados, como en los mercados OTC.

Como antecedentes, o datos históricos de los que se pueden hacer mención están tres acontecimientos mundiales financieros, que son:

1.4.1 El denominado “Jueves Negro”

Como antecedente en fecha del 24 de octubre de 1929, se produjo una quiebra del mercado de valores de Nueva York, que provocó un prolongado período de deflación, que es conocido como el *“jueves negro”*. Al hablar de deflación, debemos establecer que es la baja generalizada y prolongada de los precios de los

³⁵ Martín López y Oliver Alfonso. Los Mercados de Derivados. España, año 2008. <http://asignatura.us.es/amerfin/tema5MF0708.pdf>. Fecha de consulta 20 de abril de 2013.

³⁶ Lawrence J. Gitman. Principios de Administración Financiera. Octava Edición, Editorial Prentice Hall, México. Año 2000, Pág. 200.

bienes y servicios. La crisis se trasladó rápidamente al conjunto de la economía estadounidense, europea y de otras áreas del mundo. Una de sus consecuencias más inmediatas fue el colapso del sistema de pagos internacionales. A lo largo de la historia, se han manifestado diversas explicaciones, por lo que se establece que las causas de la crisis son variadas y complejas, si bien coinciden en la conjunción de diversos factores económicos y sociales, y que, a su vez, se influenciaron recíprocamente. Las consecuencias que se produjeron con el tratamiento de la crisis fueron absolutamente trascendentales, hasta el punto que los historiadores más prestigiosos la responsabilizan directamente de la Segunda Guerra Mundial. Las medidas económicas adoptadas en la mayoría de países produjeron un fraccionamiento de la economía mundial y un fuerte impulso de la **autarquía**, que no es más que la condición que asumen personas como los propios estados, de luchar por un auto-abastecimiento, o así como el rechazo a la ayuda externa para afrontar las crisis económicas.

Dentro de las causas que generó dicha crisis de los años treinta, están: ***la sobreproducción; el desorden monetario; y la desigual y relativa recuperación económica.***

1.4.1.a Sobreproducción: Existieron diversas fuentes que generaron una sobreproducción, dentro de las cuales se pueden mencionar: *la distribución desigual de las rentas, el mantenimiento de precios de los monopolios, el desfase de los precios agrícolas con los industriales, y la reconstrucción de las economías europeas.*

1.4.1.b Desorden monetario: Cuando se habla de un desorden de carácter monetario, se hace alusión al acontecimiento de la expansión del sistema monetario, desde la perspectiva del funcionamiento y organización de los intercambios monetarios, a través de centros financieros que establecen una divisa, es decir, una moneda que tiene hegemonía sobre las demás. En este caso, fue el dólar, ya que por la pérdida del patrón oro, que

se merma en los años veinte, la dependencia económica mundial recae sobre las espaldas de Estados Unidos de América, caracterizada dicha dependencia que lo hace en los principales acreedores mundiales, lo que constituye que Wall Street sea considerado el centro financiero más importante del mundo. Se propició la competencia entre nuevos centros financieros, New York, junto con los de Londres y París, pero más que competencia entre tales centros financieros fue la del dólar con la libra esterlina, en base a préstamos exteriores, que generó inestabilidad.

1.4.1.c Desigual y relativa recuperación: El dato relevante de esta causa, se basa en que las economías mundiales empezaron a recuperarse, pero de forma especial y características de la economía de Estados Unidos de América es la que toma la delantera de recuperación, en base a la expansión de consumo masificado de dos sectores nuevos para la época, como lo fueron los electrodomésticos y los automóviles. De la mano con esa recuperación, también se propicia el estancamiento de los sectores industriales tradicionales, como lo fue el algodón, el carbón y el ferrocarril entre otros.³⁷

1.4.2 Crisis de los “70’s”.

En el contexto económico de los años setentas, luego de la Segunda Guerra Mundial se dio la propulsión y crecimiento de las economías, lo que generó una gran competencia entre el capitalismo de potencias mundiales, que entraron a competir directamente con Estados Unidos de América, entre esos países se encuentra a Japón y Alemania. Estados Unidos de América, ante el crecimiento galopante de las potencias capitalistas de su economía, como lo fue Japón y Alemania, veía como su economía se estanca y no generaba un crecimiento que le pudiese permitir una hegemonía y dependencia económica, como se había mantenido hasta ese

³⁷ Sandra Susane Silva. Zona Económica. La Crisis de 1929. El Desorden Monetario. Madrid, España, año 2010 - 2011. <http://www.zonaeconomica.com/crisis-1929> Fecha de consulta 9 de mayo de 2013.

momento, teniendo a Estados Unidos de América como máximo acreedor. Ante esa situación, en el año de 1971 para mantener su liderazgo económico mundial, Estados Unidos de América inicia a emitir dólares por encima de las reservas necesarias que respaldaban su propia moneda.

Lo anteriormente descrito generó que Estados Unidos de América, como país empezara a consumir muchas más mercancías y productos de las que producían, lo que era resuelto por la emisión de una cantidad superada del dólar. En el año de 1971 bajo la administración del presidente Richard Nixon, Estados Unidos de América suprime el patrón oro, lo que dio luz verde para la impresión ilimitada de la moneda capitalista por excelencia, es decir el dólar, lo que muchos autores consideran la mayor estafa de la humanidad, en el sentido que desde que entraban en circulación, dichos dólares no tenían solvencia ni liquidez que pudiesen generar una economía estable.³⁸

En el año de 1973, converge otra de las crisis imperantes en la economía mundial, y es la que se da en relación al crudo, es decir, al petróleo. Dicha crisis se genera en virtud que Estados Unidos de América promueve e incentiva operaciones y maniobras de los países Árabes productores de petróleo, en aras de generar una alza en el mismo y así poder monopolizarlo, lo que hizo que el precio se elevara a niveles irreconocibles por la humanidad. Los Estados Unidos de América provocaron el alza, en virtud que ellos no dependían excesivamente del petróleo del Medio Oriente; y así, el alza del precio afectaba especialmente a las economías europeas y japonesa, que eran las competidoras directas de los norteamericanos. Además, con la subida del precio del petróleo, los bancos norteamericanos se benefician, pues monopolizan los nuevos petrodólares que venían de Oriente

³⁸ Biblioteca Virtual de Derecho, Economía y Ciencias Sociales. Algunas Consideraciones de la Crisis Económica Actual. Miguel Giribets Martínez. La crisis de los 70's. Málaga, España. Año 2012. <http://www.eumed.net/libros-gratis/2009c/599/La%20crisis%20de%20los%20anos%2070.htm> Fecha de Consulta 9 de mayo de 2013.

Medio. De esta forma, Nueva York (Wall Street) reafirmó su papel de centro financiero mundial.³⁹

El alza al precio del petróleo de forma considerable, lo hace perder la demanda mundial, lo que genera una inflación disparada y el detenimiento de la actividad económica. Ahí radica la crisis del Petróleo y lo que ocasionó que Estados Unidos de América se vea en la necesidad de poner en práctica *la desregularización financiera*, que manifiesta la necesidad de que los mercados financieros estén abiertos al comercio mundial.⁴⁰

En conclusión, la crisis de los años setentas traen como consecuencia una larga onda recesiva para los Estados Unidos de América, que inician a finales de los años sesentas y se consolida a partir del año 1971, que se extiende hasta el año de 1984, lo que hizo generar una inestabilidad en la economía norteamericana por el comportamiento negativo de los indicadores económicos como lo fueron: producto interno bruto (PIB), desempleo, inflación, déficit fiscal, déficit comercial, entre otros. De forma particular, la crisis de los años de 1974 y 1975, trajo aparejado el fenómeno económico conocido como **“Estanflación”**, que es una combinación de recesión e inflación, lo que ocasiono el estancamiento productivo.⁴¹

1.4.3 Crisis “burbuja inmobiliaria” en el año de 2008

Dicha crisis, se caracteriza esencialmente por los altos estándares y niveles de falta de pago de los créditos hipotecarios, así como de la liquidez bancaria dentro del sistema financiero y bancario de Estados Unidos de América. A raíz de la falta de pago de los créditos hipotecarios por parte de los clientes a los bancos del sistema, se generó escases de liquidez, por lo que se ejecutaron dichos créditos, que según estadísticas ascendieron a un millón doscientas mil ejecuciones, las cuales, fueron inoperantes por no estar las personas en condiciones financieras y económicas

³⁹ Michael Parkin. Economía. Sexta Edición. Editorial Addison Wesley. México, año 2004. p.489.

⁴⁰ *Loc. cit.*

⁴¹ *Loc. cit.*

para poder solventar su endeudamiento, lo que llevo a la quiebra a entidades de actividades hipotecarias especializadas en menos de un año.

Ya para el año 2006, la crisis inmobiliaria se trasladaría a la Bolsa de Valores, lo que ocasionó que el índice bursátil de la construcción estadounidense (US home construction Index), cayera en un cuarenta por ciento (40%), lo que evidenció ya en el año 2007, lo latente de la crisis económica en Estados Unidos de América. En ese mismo sentido, los bancos centrales de los países capitalistas afectados a la crisis, intervienen para que el sistema financiero y bancario pueda manifestar una estabilidad y pueda solventar liquidez. En el mes de junio del año 2008, la Bolsa de New York manifiesta caídas superiores al veinte por ciento (20%), lo que marcó la brecha para que los gobiernos de los países afectos, inyectaran capital a los bancos y ordenaron una rebaja de los tipos de interés. Los bancos ya no proporcionan créditos, lo que ocasiona la pérdida de confianza de los clientes hacia el sistema financiero. Por ejemplo, en Inglaterra los clientes retiraron dos mil millones de libras esterlinas del banco inglés Nothem Rock, lo que ocasiona su quiebra.

La ausencia de crédito es el anuncio de la recesión, pues tanto la actividad económica de las empresas como el consumo se basan en el crédito de los bancos. Así como el ejemplo anterior de un banco inglés, se dio la quiebra de diversos bancos a nivel mundial por dicha crisis, lo que ocasionó que millones de personas perdieran sus viviendas, como la devaluación del dólar, lo que supuso un alza considerable al valor del petróleo, lo que ocasionó también, la nacionalización de bancos para su rescate de la recesión económica.

Ya en el mes de julio del año 2008, la burbuja inmobiliaria asumió la cantidad de cuatrocientos mil millones de dólares en pérdidas, lo que disparó la recesión económica mundial. La esencia de dicho riesgo sistemático, radica en la colocación de contratos a futuro que no manifiestan solvencia ni liquidez tanto por el cliente, como para la institución financiera y/o bancaria, que concede el crédito, que genera una inestabilidad crónica a nivel económico.

Los tres antecedentes expuestos anteriormente, muestran y ejemplifican los riesgos sistemáticos que pueden generar la utilización de los derivados financieros, que tienen el denominador común la apertura del comercio mundial, la consecución de contratos a futuros dentro del mercado bursátil, lo que es generado por una cotización de un derivado subyacente, que en el caso concreto es el dinero, en distintos tipos de monedas, o de una moneda hegemónica como se ejemplifica que es el Dólar.

También es necesario establecer que dichos riesgos y/o crisis son operantes tanto en mercados locales e internacionales. Los mercados de derivados son caracterizados por llevar inmensos los contratos futuros y contratos de opción, que son contratos denominados estandarizados. El primero es un contrato que se caracteriza por el acuerdo de voluntades donde se negocia a través de una bolsa o un mercado organizado, donde se obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número determinado de bienes o valores, como lo vimos anteriormente, los denominados activos subyacentes, en una fecha futura, pero con precio debidamente establecido con anticipación; y el segundo, se refiere aquél contrato que se da entre dos partes contratantes, por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio (no establecido) y en momento futuro (no establecido). Dichos contratos, se pueden dar tanto en los mercados locales, como internacionales.

1.4.3.a Mercados derivados locales: Dichos mercados, tiene la características de ser regulados o no regulados (denominados OTC), siendo los segundos el objeto del presente trabajo de tesis. Tienen la característica de denotar una jurisdicción y competencia a nivel local, en los cuales genera una negociación de derivados financieros a nivel de contratos de futuros, dentro de un territorio determinado, sin que se genere la necesidad de apersonarse a mercados internacionales, como los que convergen en el Estado de Chicago de los Estados Unidos de

América, como se verá más adelante. La característica principal es que los contratos que se ejecutan en este tipo de mercados generalmente son los de futuro, que se caracterizan por las negociaciones pactadas por un precio determinado, para un momento o tiempo futuro.

1.4.3.b Mercados derivados internacionales: Son los mercados que se caracterizan por ser mercados desarrollados, que han sido creados para el desenvolvimiento de los productos derivados, donde se negocian contratos de futuros sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles; y así como contratos de opción sobre divisas, tipos de interés, índices bursátiles, acciones y contratos de futuros. Cuando se habla de los mercados derivados internacionales, se debe hacer referencia a que el origen de este tipo de mercados, se originan en la ciudad de Chicago de Estados Unidos de América, que es donde converge el centro financiero más importante del mundo, en lo relacionado a los productos derivados. Este tipo de mercados tienen la característica de ser mercado regulado. Los tres mercados más importantes en cuanto a volumen de contratación son: Chicago Board of Trade (CBOT); Chicago Mercantile Exchange (CME) y Chicago Board Options Exchange (CBOE).

CAPITULO 2

MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS ORGANIZADO

2.1 Antecedentes

Una de las fechas más importantes en la historia de las bolsas de valores, es la del 26 de abril de 1973. En dicha fecha comienza a operar el CBOE, el cual es el primer mercado organizado que se crea en el mundo, para regular el intercambio de contratos de opciones sobre valores bursátiles. Los primeros contratos que se regularon eran contratos de opción, que versaban sobre lotes de 100 acciones, eligiéndose sólo 16 compañías al comienzo del mercado.⁴²

Como dato particular, se tiene que el primer día se negociaron 911 contratos, mientras que ya en el año de 1974 se negoció una media diaria de 20,000 contratos diarios. Como estadística de comparación de la funcionalidad actual de dichos mercados, tenemos que en el año 2002, el CBOE negoció en promedio 25,720 contratos de opción sobre la empresa de Microsoft. Por eso es importante establecer, que desde el año 1973 hasta nuestros días, se han creado mercados organizados en las principales plazas financieras del planeta, donde se negocian contratos bursátiles sobre una gama amplia de activos financieros y no financieros y su uso se ha generalizado para todo tipo de agentes económicos.⁴³

La principal innovación que incorpora la aparición del CBOE como primer mercado organizado, es la existencia de una cámara de compensación que se interpone entre oferentes y demandantes, en el sentido que las partes, no asumen el mismo riesgo como lo que sucede en los mercados NO organizados, ya que la cámara de compensación asume todos los riesgos de contraparte del mercado. Al igual que con la aparición del CBOE, como fue mencionado en el capítulo primero del

⁴² Un Análisis del Mercado de Derivados en México. Orígenes en el Mundo de Derivados. Valdivieso Suásteggui, Roberto. México, D.F. Año 2001. <http://www.utm.mx/temas/temas-docs/nfnotast1351.pdf> Fecha de consulta 8 de junio 2013.

⁴³ *Loc. cit.*

presente trabajo, surgen lo que es el CME y el CBOT, como mercados organizados.⁴⁴

2.1.1 Chicago mercantile exchange (CME): Es uno de los mercados de bolsa de valores más importantes a nivel mundial, que se habilita con el objetivo que las instituciones y personas dedicadas a los negocios en bolsas, manejen su riesgo financiero y se adjudiquen recursos. En el piso de operaciones, compradores y vendedores se reúnen para operar contratos de futuros y opciones sobre futuros a través de un proceso denominado **Open Outcry** o mercado de corros, el cual es una modalidad de negociación bursátil en la que el cruce de operaciones se asocia al intercambio de ordenes por medios tradicionales, su funcionamiento se asemeja a una subasta.⁴⁵ Los orígenes de este mercado organizado, se remontan al año de 1874, cuando es establecido el Chicago Produce Exchange que fue constituido para la provisión de productos tales como manteca, huevos, pollos y otros productos de granja. En el año de 1898 se crea la división de Chicago Butter and Egg Board dentro del Chicago Produce Exchange, convirtiéndose en fecha 26 de septiembre de 1919 la división *Butter and Egg Board* en la CME, en aras de fortalecer el reflejo de la finalidad del mercado, para alojar y acaparar la participación pública.

En el año de 1961 se comienza a operar un contrato de futuros que verso sobre cerdo congelado y panceta de cerdo ya dentro de dicho mercado, y en el año de 1964 se introduce de forma definitiva contratos de futuros de animales vivos. Ya en el año de 1972 el CME crea la división de International Monetary Market (IMM), que tiene el objeto de procesar contratos de futuros en divisas con operaciones de siete monedas extranjeras, que fueron: libra esterlina, dólar canadiense, yen japonés, franco suizo, marco alemán y el dólar australiano; siendo este el primer contrato de futuros financieros

⁴⁴ *Loc. cit.*

⁴⁵ Biolatto, Dario. *Historia de los Mercados*. Rosario, Argentina, Bolsa de Comercio Rosario, año 2001. pág.13.

operado. En los años de 1981 y 1982 el CME introduce la operación de contratos futuros de Eurodólar, y se apertura Index and Option Market (IOM) para la operatoria de índices sobre acciones y opciones, respectivamente.

En los años de 1998 y 1999 el CME, introduce el sistema electrónico de negociación global de futuros y opciones -GLOBEX2-, siendo pionero para las operaciones y transacciones electrónicas para el mercado financiero global, y posteriormente se convierte en el primer mercado de Estados Unidos de América en consolidar un plan específico y concreto dentro de los mercados organizados.⁴⁶

2.1.2 Chicago board of trade: (CBOT): Es fundado en el año de 1848 por 82 mercantiles del Estado de Chicago, y se establece físicamente en el piso de arriba de un depósito de harina del señor Gage Hanes. Los primeros contratos futuros, se consolidan por las entregas de productos como harina, semilla de gramíneas forrajeras y heno, eso en los años de 1849 y 1850. Ya en el año de 1859 el Estado de Illinois le otorga estatuto a dicho mercado, para la estandarización de calidad, uniformidad de productos e inspecciones de rutina de granos.

En el año de 1865, el CBOT formaliza las transacciones de granos, a través del desarrollo de acuerdos estandarizados que se les denominó contratos futuros, al mismo tiempo, dicho mercado inicia a solicitar bonos de desempeño llamados “margen”, para ser los soportes de las operaciones de compradores y vendedores en el mercado granario. La esencia en los inicios de dicho mercado, se centralizo en los commoditys de granos, y ya en los años de 1968 y 1969 se comienzan a operar con commoditys distintos a los granos, que era madera y plata, siendo el contrato futuros de plata el primer contrato que versó sobre metales preciosos.⁴⁷

⁴⁶ *Ibid.*, Pág.15.

⁴⁷ *Ibid.*, Pág. 7.

En el año de 1970 el CBOT inicia con la creación de mercado de opciones, siendo este el primer mercado de los Estados Unidos de América que operó opciones sobre valores. En el año de 1973 los miembros del CBOT fundan el mercado organizado CBOE, siendo este el primer mercado organizado que regula el intercambio de opciones sobre valores bursátiles. En el año de 1990, el mercado de CBOT alcanza el volumen a nivel mundial de 154 millones de contratos de futuros y opciones, dentro de su cartera operativa bursátil; y en el año 1996 ascendió a 220 millones de contratos de la misma naturaleza.⁴⁸

2.2 Concepto

Lo que es un Mercado Organizado, se refiere al mercado de valores, en donde los agentes transan instrumentos financieros estandarizados, como podrían ser acciones, bonos (obligaciones), derivados financieros, de acuerdo con lo que esta establecido y reglamentado por el ente rector de ese mismo mercado. Dentro de lo que es un mercado organizado se han distinguido algunos elementos básicos que deben estar presentes en un mercado de este tipo, por lo que se asumen las siguientes características: tiene un sistema de negociación centralizado y una cámara de compensación, un organismo que regula el mercado, unos medios de negociación y cumplimiento que se encuentran predefinidos, unos contratos estandarizados o cuasi estandarizados, un esquema que permite la difusión de los precios y unos mecanismos de liquidez y de información de lo que se está negociando.⁴⁹

Lo que distingue principalmente a los mercados organizados de los mercados no organizados, es la estandarización de los contratos que se desarrollan en dicho

⁴⁸ *Ibid.* Pág. 8.

⁴⁹ Santiago Cárdenas. Uso y Beneficios de una Cámara de Compensación de Derivados, en: III Congreso Nacional de Tesorería – Mercado de derivados: Una nueva cultura para el manejo del riesgo. Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Bogotá, Colombia, 1998. p.p. 291-293.

mercado, los cuales no se ajustan a la medida del cliente, pero si se presentan diversas alternativas bursátiles para la contratación. En ese sentido, en los mercados organizados los contratos están plenamente estandarizados como instrumentos de cobertura con la finalidad de reducir riesgo, y de estos instrumentos mencionamos los denominados *HEDGE*.⁵⁰

Los *HEDGE*, son conocidos dentro de los mercados organizados como aquellos fondos de cobertura o fondos de inversión libre, que surgen del tipo de fondos de inversión colectiva. Para entender la figura de los fondos de inversión colectiva, nos avocamos a la explicación del funcionamiento, consistente en la recolección de dinero de muchas fuentes (personas individuales, ahorro empresarial o incluso de otros fondos) y la inversión del mismo en cualquier producto financiero (acciones por ejemplo). Al cabo de un tiempo, cuando ha habido un beneficio y el dinero se ha revalorizado, el fondo devuelve a los propietarios últimos el nominal (el dinero invertido) más los intereses, quedándose el banco con una importante comisión. El primer Hedge que fue reconocido como tal se constituyó en el año de 1949 en Estados Unidos de América. El desarrollo y la expansión de los Hedge tuvo lugar a partir de los años noventas, distinguiéndose del resto de fondos de inversión colectiva, por cobertura y exposición de riesgo.⁵¹

Una de las características fundamentales de los Hedge es las no limitaciones regulatorias de ningún tipo, pero por otro lado, mantienen posiciones muy elevadas de apalancamiento (operaciones realizadas con fondos ajenos, por ejemplo préstamos). Esto significa que cualquier fondo de inversión puede realizar operaciones no con su dinero sino con tanto dinero prestado como quiera. En caso de beneficio, la rentabilidad es mucho más alta, pero en caso de pérdida el problema es grave y muy contagioso (los impagos se suceden unos a otros). Otra de las características fundamentales que distingue a los mercados organizados, es la

⁵⁰ *Loc. Cit.*

⁵¹ Análisis Económico. Hedge Funds y Riesgo Sistémico: análisis de la probabilidad de quiebra de los fondos de inversión libre. México D.F., año 2009. <http://www.analisiseconomico.com.mx/pdf/5703.pdf> fecha de consulta 23 de mayo 2013

implementación de mecanismos de subastas, para el establecimiento de los productos bursátiles que se negocian en dichos mercados.⁵²

En esencia, los mercados organizados son las instituciones que rigen y supervisan la contratación, que se caracterizan por perseguir el diseño de productos estándares, que sean fácilmente aplicables a distintos tipos de inversionistas, lo que ocasiona su pérdida de adaptabilidad del producto a las necesidades del cliente directamente, pero aportan una mayor liquidez, lo que facilita la posibilidad de hacer y deshacer operaciones más rápidamente al momento de obtener nueva información sobre los mercados financieros.

Las características comunes a mercados organizados son las siguientes:

- a)** Existe una regulación que normaliza los elementos del contrato como son sus activos subyacentes, número de títulos, fechas de vencimiento y precio de ejercicio.
- b)** Existe una cámara de compensación por la que se realizan las liquidaciones de los contratos, no teniendo que estar en contacto directo los compradores y vendedores de los mismos.
- c)** La liquidez del mercado queda garantizada ya que la sociedad intermediaria asume el riesgo de contraparte ante posibles fallidos, para lo cual exige la cobertura de garantías.
- d)** Proporciona una información transparente de las ofertas y demandas de contratos así como su cotización.⁵³

Desde la aparición de los mercados de derivados organizados la utilización de estos activos se ha extendido, utilizándose los mismos no sólo como cobertura ante las posibles fluctuaciones de los activos subyacentes, sino también como fuente de obtención de recursos por parte de los vendedores y, sobre todo, como excepcional instrumento de especulación por sus grandes posibilidades de apalancamiento.

⁵² *Loc. Cit.*

⁵³ *Loc. Cit.*

2.3 Mercado de derivados

En los últimos años el desarrollo más significativo en los mercados financieros ha sido el de los mercados de futuros y opciones. Los futuros y las opciones proporcionan ingresos que dependen del valor de otros activos tales como los precios de las materias primas, los precios de las obligaciones, de las acciones o los valores de los índices de mercado. Por esta razón a estos instrumentos se les llama instrumentos derivados o activos contingentes. Su valor deriva o es resultado de los valores de otros activos. En la actualidad hay más de 1,200 tipos diferentes de derivados en el mercado, la mayoría de los cuales necesitan un programa informático para calcularlos.

Definición: los derivados son acuerdos financieros entre dos partes cuyo pago se basa en o “deriva” del comportamiento de algún criterio de referencia acordado. Los derivados pueden emitirse en monedas, materias primas, deuda estatal o societaria, créditos hipotecarios, tipos de interés o cualquier combinación de todos ellos.⁵⁴

2.4 Regulación

La negociación en los mercados de valores en los Estados Unidos esta regulada por innumerables leyes. La principal legislación vigente esta compuesta por la Ley de Valores de 1933 y la Ley de Mercado de Valores de 1934. La Ley de 1933 exige la total difusión de la información relevante relativa a la emisión de nuevos valores. Ésta ley exige el registro de los valores nuevos y la emisión de un folleto de salida a bolsa que detalle las perspectivas financieras de la compañía. La Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (Security and Exchange Commision) -SEC- se ocupa de que se divulguen los hechos relevantes; los inversores deben hacer su propia evaluación del valor de los títulos.⁵⁵

⁵⁴ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. Principios de Inversiones. Madrid, España, Editorial Silvia Figueras, año 2004, quinta edición, p.39.

⁵⁵ Santiago Cárdenas. *Op.cit.*, p.66.

La Ley de 1934 también otorga poderes a la SEC para que registre y regule las bolsas de valores, la negociación extrabursátil, los brokers⁵⁶ y los corredores de bolsa. Aunque la SEC es la agencia administrativa responsable de controlar los mercados de valores, comparte esa responsabilidad con otras agencias reguladoras. La Comisión de Negociación de Futuros y Materias Primas -CFTC- regula la negociación en los mercados de futuros, mientras que la Reserva Federal de Estados Unidos -FED- tiene una amplia responsabilidad en la salud del sistema financiero. En ese papel la FED establece requisitos de margen en las acciones y en las opciones sobre acciones y regula los préstamos bancarios a los participantes del mercado de valores.⁵⁷

La Ley de Protección del Inversor en Valores de 1970 estableció la Corporación para la Protección del Inversor en Valores -SIPC- para proteger a los inversores de las pérdidas en caso de quiebra de la sociedad mediadora. La SIPC garantiza que los inversores reciban a su nombre valores que tenían en sus cuentas, hasta por un límite de US\$500,000 por cliente. La SIPC se financia con una prima de seguro abonada por los participantes o sociedades mediadoras. La SEC también puede prestar dinero en caso de que los fondos sean insuficientes para cumplir con sus obligaciones.⁵⁸

Los Mercados Organizados como CBOE, CBOT y CME, que son reconocidos mundialmente, tienen su propia regulación de funcionamiento para la realización de contratos que versen sobre derivados financieros, debidamente estandarizados, generando como se ha venido redactando una mayor liquidez, y alternativas para los inversionistas.

Se toma como ejemplo de regulación, la Bolsa de Valores Nacional, S.A. -BVN- de la República de Guatemala. Se debe partir que tanto en la BVN como las bolsas reguladas internacionalmente, los valores con los que se intermedian generan relaciones contractuales, deben estar inscritos dentro de la propia bolsa, ya que son

⁵⁶ Broker: Agente de bolsa que organiza transacciones entre comprador y vendedor.

⁵⁷ Santiago Cárdenas. *Op.cit.*, p.66.

⁵⁸ *Loc. cit.*

el objeto principal de todas aquellas operaciones y negociaciones bursátiles. La inscripción de los valores, debe contar con la autorización del Consejo de Bolsa, que es el ente que aprueba las normas y la reglamentación específica para dicha inscripción.⁵⁹

En ese mismo sentido, están las denominadas sesiones bursátiles que son realizadas durante días y horas hábiles, en que el Consejo de Bolsa determina para la realización de las mismas, para el cumplimiento del reglamento interno propio de la Bolsa. El día de la sesión ingresan al salón de remates los miembros y/o sus operadores, la sesión se celebra a cargo de un Director de Remates, nombrado por el Consejo de Administración, quien mantiene el orden dentro de la propia sesión y garantiza el cumplimiento del reglamento interno.⁶⁰

Ya estando dentro de las sesiones antes mencionadas, los operadores formulan y mencionan de viva voz, de forma expresa y clara todos los detalles e implicaciones de los valores ofertados, para lo cual utilizan la palabra “en firme”. Es importante mencionar, que si alguno de los presentes acepta la oferta, deberá en los mismos términos pronunciar la palabra “cerrado”, posteriormente se hace constar en un comprobante de operaciones. Si una de las partes se rehusare a suscribir el comprobante, el Director de remates posee la facultad de compelerlo para tal efecto, bajo apercibimiento de ser sancionado conforme al reglamento; pero si el comprobante no se realizara por acuerdo de ambas partes se tendrá por rescindida la operación. Como puede observarse, las operaciones bursátiles se realizan a través de un proceso de oferta pública, sin embargo también está contemplado el sistema electrónico en los reglamentos internos.⁶¹

La característica fundamental de este mercado organizado en Guatemala, es que dichas operaciones bursátiles se dan a través de la oferta pública, mientras que en otros mercados organizados, se da a través de proceso de subasta privada.⁶²

⁵⁹ Conocimientos y experiencias propias en el desarrollo de mi profesión en entidades financieras a nivel nacional, durante los últimos 20 años.

⁶⁰ *Loc. cit.*

⁶¹ *Loc. cit.*

⁶² *Loc. cit.*

2.5 Productos que se comercializan

La aparición de los productos derivados dentro de los mercados financieros, como lo son los mercados organizados, representan una alternativa con la que las empresas puedan protegerse de los efectos causados por variaciones en tipos de cambio, en tasas de interés, en cotizaciones bursátiles y otros bienes. Los instrumentos derivados son contratos que generan derechos u obligaciones para las partes involucradas. Su objetivo principal consiste en eliminar o reducir los riesgos financieros que la administración de la compañía no puede controlar. Éste tipo de riesgos se generan por la incertidumbre o inseguridad económica que tiene lugar sobre todo en los países con una economía inestable.

Estos instrumentos financieros se han denominado, como se hizo mención en el capítulo primero, como ***derivados financieros***, los cuales son llamados así en virtud de que su valor depende o se deriva de un activo empleado como referencia, también llamado, activo subyacente. Los activos subyacentes pueden ser de distinta naturaleza, dependiendo de las características y necesidades de los compradores y vendedores de derivados; de tal forma, que el activo subyacente puede estar referido a una acción cotizada en bolsa, una canasta de acciones, tasas de interés, o bien indicadores como los índices bursátiles y los inflacionarios. Asimismo, el activo subyacente puede estar referido a bienes (commoditys) como el oro, la gasolina, el trigo, el café, etc.

2.6 Derivados financieros en mercados organizados

Los derivados financieros que se detallaran a continuación son los que se comercializan dentro de los mercados organizados: *los swaps, contratos de futuro y opciones*. También se han desarrollado diversas combinaciones de estos, que permiten utilizarlos de acuerdo a las necesidades de cada inversionista.

2.6.1 Los swaps: Son contratos de intercambio cuya función es que una persona o empresa canjee sus obligaciones a tipo de cambio fijo por las obligaciones a tipo de cambio flotante; o intercambia sus obligaciones en yens por las obligaciones en otra en marcos, y así en un número casi inimaginable de permutas y combinaciones. Algunos intercambios o *swaps* los organizan agentes de bolsa que ponen a ambas partes en contacto directo; otros son llevados a cabo por bancos, que se ponen en el lugar del interesado al recibir la orden del cliente.

2.6.2 Contrato de Futuro: Son contratos cuya función es fijar el precio actual del activo de referencia para ser pagado y entregado en una fecha futura. Estos instrumentos sirven para cubrir riesgos, ya sea de tipo de interés, de tipo de cambio, o de variación de precios. En la negociación de futuros, tanto el comprador como el vendedor están obligados a intercambiar el activo subyacente. El activo subyacente debe tener la característica de tener y ser de una cantidad, calidad, plazo, lugar de entrega y forma de liquidación estandarizado. Sin embargo, su precio es negociable. En los futuros, cada una de las partes debe pagar una garantía a la cámara de compensación o puesto de bolsa, la cual actúa como intermediario para respalda el cumplimiento de las obligaciones adquiridas al firmar el contrato. Ésta garantía representa un pequeño porcentaje del total de la operación, que se conoce dentro del mundo financiero como *“prima”*.

Dentro del ejercicio e implementación de los futuros, es muy común y constante dentro de los mercados organizados, que estos se liquiden antes del vencimiento del plazo, sin embargo, si llega la fecha de vencimiento, la entrega del activo subyacente se puede hacer de tres formas distintas:

- a. Si el activo no se puede entregar físicamente, el contrato se liquida mediante la devolución del depósito en garantía inicial, más las

ganancias o menos las pérdidas que se originen el último día de negociación;

- b. Si el activo sí es entregable, la cámara de compensación lleva a cabo sus funciones de intermediario, comprando el activo al vendedor y vendiéndolo al comprador. Además, la cámara se encarga de pagar al vendedor el dinero entregado por el comprador;
- c. Si existen varios activos entregables, el vendedor decide cuáles de ellos entregará a la cámara para que ésta los traspase al comprador.

En la actualidad los contratos futuros sobre índices, sobre tipos de interés y sobre tipos de cambio son los que se negocian más comúnmente en los mercados financieros, por ser los que obtienen más demanda de materialización.

- i. Los futuros sobre índices bursátiles son contratos cuyo precio depende de los movimientos de una canasta de acciones utilizada para calcular dichos índices. El instrumento financiero no tiene una existencia física, por lo que la liquidación se realiza mediante la entrega de dinero. Éste tipo de instrumentos se utilizan mucho para cubrir el riesgo de precio al adquirir una cartera de acciones.
- ii. Los futuros sobre tipos de interés se negocian con el objetivo de fijar un tipo de interés sobre los títulos de deuda emitidos. Al vencimiento del futuro, el vendedor se compromete a entregar la cantidad de títulos de deuda especificados en el contrato a la tasa pactada, y el comprador entrega dinero y recibe los títulos.
- iii. Los futuros sobre tipo de cambio son contratos sobre monedas extranjeras que se utilizan para cubrir los riesgos que originan los

movimientos en los tipos de cambio. La actividad en la que principalmente se utilizan los futuros sobre divisas, es la de exportación-importación. Los inversionistas pueden realizar transacciones en moneda extranjera, para ser pagadas o cobradas en una fecha futura, sin preocuparse por la volatilidad del mercado.

2.6.3 Opciones: Las opciones otorgan a su poseedor el derecho de comprar o vender un activo a un precio fijo, en un momento específico en el futuro. Si el tenedor de la opción no desea ejercerla, no está obligado a hacerlo.

2.6.3.a Opciones de venta (put). Cuando el derecho que se adquiere es para vender, la opción se conoce como **PUT**. Al hablar de este tipo de opción, lo que se adquiere es un derecho de venta. El derecho de venta, es decir, la opción PUT, se asegura mediante lo que es denominado como prima, o precio de la opción. Es menester hacer mención, que la opción de venta tiene la posibilidad de ser revendida por el propietario de la misma. Esta venta es la opción PUT, que representa una venta a futuro de productos o commoditys.⁶³

A manera de ejemplificación, una opción de venta del mes de abril de la entidad Apple, con un precio de ejercicio de US\$70 por acción, otorga a su titular el derecho de venta de acciones de Apple al vendedor de una opción de venta a dicho precio, en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento de la opción, incluso si el precio de mercado de Apple es menor a dicho valor. Aunque los beneficios de las opciones de compra aumentan cuando los activos incrementan en valor, los beneficios de venta aumentan cuando los activos disminuyen su valor. Una opción de venta se ejercitará sólo cuando el precio de ejercicio sea superior al precio del activo

⁶³ Padilla, Jordi y otros. *Manual de Opciones y Futuros. Inversión*. La Opción CALL: El derecho de compra. Segunda Edición, España. p.p.36-37.

subyacente, es decir, solo si el titular puede entregar para el precio de ejercicio una acción con valor de mercado inferior al precio de ejercicio. No es necesario ser propietario de acción de Apple para ejercitar una opción de venta. Tras el ejercicio, el broker del inversor compra las acciones necesarias al precio de mercado e inmediatamente entrega o “las vende” a un comprador de opciones al precio del ejercicio. El dueño de la opción de venta obtiene su beneficio con la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado.⁶⁴

La emisión de opciones PUT al descubierto “naked”, es decir, la suscripción de una opción sin compensar una posición corta en la acción para fines de cobertura, expone al emisor a pérdidas si el mercado baja. Emitir opciones PUT al descubierto fuera del dinero, se consideró una forma atractiva de generar ingresos, pues se creía que, siempre que el mercado no bajara mucho antes del vencimiento de la opción, la prima de la opción se recogería antes de que el comprador de la opción ejercitara la opción contra el vendedor. Dado que, sólo las caídas fuertes en el mercado podrían dar como resultado pérdidas para el vendedor, la estrategia no fue considerada de mucho riesgo. Sin embargo, a la luz del desplome del mercado en octubre de 1987, los vendedores de opciones PUT sufrieron enormes pérdidas, por lo que ahora los participantes perciben que existe mucho más riesgo con esta estrategia.⁶⁵

2.6.3.b Opción de compra (call). Cuando el derecho que se adquiere es de comprar, la opción se conoce como **CALL**. Cuando se habla de este tipo de opción, lo que se pretende es asegurar el precio de una compra, y este derecho de opción de compra lleva inmerso lo que es denominado como prima o precio de la opción. Dicha prima es

⁶⁴ *Op. cit.*, Pág.38

⁶⁵ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op.Cit.*, Pág.358.

pactada por las partes, y con ello ya adquiere el derecho de compra, es decir, una opción CALL. Las opciones son utilizadas para la adquisición de productos en un plazo futuro, estableciéndose que el derecho de compra le corresponde al propietario de la opción CALL, mientras que la contraparte adquiere la obligación de venta.⁶⁶

Una opción CALL otorga a su titular el derecho de compra de un activo a un precio especificado en o antes de una fecha de vencimiento determinada. Por ejemplo, una opción CALL con vencimiento en julio sobre las acciones de Apple, con un precio de ejercicio de US\$80 por acción, permite a su titular comprar acciones de la entidad a dicho precio, en cualquier momento hasta el vencimiento en el mes de julio. El titular de la opción CALL no está obligado a ejecutar la opción, solo decidirá ejercitarla si el valor de mercado del activo supera el precio del ejercicio. En caso contrario, la opción no se ejercitará. Si no se ejercita antes de la fecha de vencimiento del contrato, la opción de compra expira y ya no tiene valor. Por tanto, si el precio de la acción es superior al precio del ejercicio en la fecha de vencimiento, el valor de la opción de compra será igual a la diferencia entre el precio de la acción y el precio del ejercicio; pero si el precio de la acción es inferior al precio de ejercicio en la fecha de vencimiento, la compra no merecerá la pena. El beneficio neto de la compra, es el valor de la opción menos el precio pagado originalmente para comprarla.

Si la opción no se ejerce, la única pérdida adquirida es equivalente al valor de la prima pagada al inicio de la operación, el vendedor de opciones está obligado a pagar un margen de garantía a la cámara de compensación para que el comprador esté seguro de que obtendrá las acciones o el dinero cuando así se lo requiera.

⁶⁶ Padilla, Jordi y otros. *Op.cit.*, p.p.30-31

Los contratos de opción se pueden concretar sobre diverso número y clases de bienes, pero dentro del flujo de actividad de los mercados organizados, recaen entre lo más común en acciones, índices, y lo que son divisas extranjeras. Cuando nos referimos a los contratos de opciones sobre acciones, estos tienen la particularidad que dan a su poseedor el derecho de comprar o vender el número de acciones que se estipule en cada contrato, como característica fundamental de los mismos. Al hablar de los contratos de opción que recaen sobre índices, se caracteriza por la posibilidad de poder comprar o vender un índice de mercado al precio de ejercicio, el cual es el monto al que se ejercerá la opción. En caso de que se ejerza, se producirá un pago entre el comprador y el vendedor por la diferencia entre el índice y el precio de ejercicio.

Los contratos de opción sobre índices permiten a los inversionistas cubrir el riesgo de mercado de sus inversiones. Éste tipo de contratos representan una gran ventaja para los que tienen experiencia prediciendo los movimientos de mercado, ya que los índices bursátiles se comportan en forma paralela.

Algunas terminologías utilizada en los contratos de opciones son:

- *Precio de ejercicio:* precio establecido para vender un activo o comprar un activo.
- *Prima:* es el precio de compra de la opción, es la compensación que el comprador tiene que pagar por su derecho a ejercitar la opción si el ejercicio de la misma es rentable.
- *Opción dentro del dinero (in the money):* cuando al ejercitar la opción se produce un resultado positivo al titular.

- *Opción fuera del dinero (out of the money)*: cuando al ejercitar la opción se produce un resultado negativo al titular.
- *Opción en el dinero (at the money)*: cuando el precio de ejercicio y el precio del activo son iguales.⁶⁷

La Option Clearing Corporation -OCC-, es la cámara de compensación de las opciones negociadas, es propiedad conjunta de las bolsas en las que se negocian las opciones sobre acciones. La OCC se sitúa entre los operadores de opciones, convirtiéndose en el comprador efectivo de la opción al vendedor de opciones para el comprador. Por tanto, todos los particulares negocian sólo con la OCC, que garantiza la realización del contrato. Cuando el tenedor de una opción ejerce su opción, la OCC se encarga de que una empresa miembro del mercado, con clientes que hayan suscrito esa opción, cubra la obligación de la opción. La empresa miembro hace una selección entre los clientes que hayan suscrito esa opción para llevar a cabo el contrato. El cliente seleccionado tiene que entregar el número de acciones a un precio igual de ejercicio para cada contrato de opción de compra suscrito o debe comprar dicho número de acciones al precio de ejercicio para cubrir el contrato *put* suscrito.⁶⁸

Como la OCC garantiza la realización de los contratos, a los emisores de la opción se les requiere que asignen un *margen* (o depósito en garantía) para garantizar que pueden cumplir con sus obligaciones contractuales. El *margén* requerido se determina en parte por la cantidad que está dentro del dinero porque el valor es un indicador de la obligación potencial del emisor de la opción tras el ejercicio de la opción. Cuando el *margen* requerido

⁶⁷ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op.Cit.*, Pág. 356.

⁶⁸ *Ibid.*, p.358.

supera al margen asignado, el emisor recibe una llamada a la reposición del *margen (margin call)*. El titular de la opción no necesita asignar un *margen* porque ejercerá la opción solo si es rentable hacerlo. Después de comprar la opción, no hay más dinero en riesgo.

Por último, el contrato de opción que se negocia sobre divisas al igual que los futuros, se caracterizan por transferir el riesgo de las variaciones del tipo de cambio a aquéllos que estén dispuestos a asumirlos. Las opciones sobre divisas ayudarán al inversionista esencialmente a proteger el poder adquisitivo de su dinero a cambio de pagar una cantidad conocida como **“prima”**.⁶⁹

2.6.3.c Opciones americanas y europeas. Una opción americana permite a su titular ejercer la opción de compra o de venta del activo subyacente en o antes de la fecha de vencimiento. Las opciones europeas permiten el ejercicio de la opción sólo en la fecha de vencimiento. Las opciones americanas permiten mayor campo de acción que las europeas y generalmente son más caras. La mayor parte de las opciones negociadas en los Estados Unidos son al estilo americano. No obstante, las opciones sobre divisas y algunas opciones sobre índices de acciones son excepciones a esta norma.⁷⁰

2.6.4 Collar: Es una combinación de opciones sobre tipos de interés (variable) que tiene por objeto mitigar y reducir el coste de la cobertura (la prima) que tiene que pagar la empresa (comprador), a cambio de ceder parte del potencial de las ganancias a favor del vendedor del *collar*.

El *collar* permite mitigar el riesgo de alza o baja en las tasas de interés a un prestamista o inversionista. El *collar* puede ser **cap**, utilizadas en

⁶⁹ *Ibid.*, Pág. 360.

⁷⁰ *Loc. cit.*

operaciones de préstamo y floor utilizadas en operaciones de depósito, de forma que permite fijar un techo al coste de su financiación a tipo variable (nos referimos al *cap*), o un suelo a su inversión a tipo variable, consiguiendo abaratar o eliminar el coste de la prima (nos referimos al *floor*). Este tipo de derivados financieros, lleva inmerso lo que es la **prima**, que no es más que el precio del collar, que se obtiene de las sumas del valor de **cap** y valor del **floor**.⁷¹

Un *collar* es una estrategia de opciones que acota el valor de una cartera entre dos bandas. Suponga que un inversor tiene actualmente un depósito a tasa variable por valor de un millón de quetzales (Q1,000,000), quien espera un rendimiento mínimo del 6% anual. Se puede ir al mercado de opciones y comprar el instrumento *collar floor* pagando el valor de una prima sobre el monto de la inversión por un período de tiempo determinado y fijando la tasa mínima esperada. En el caso que la entidad financiera, disponga reducir la tasa de interés a un valor inferior a la tasa pactada, la contraparte debe reconocer el pago de la diferencia, a efecto que, el inversionista reciba el rendimiento mínimo esperado. Otro caso sería una entidad que contrata un préstamo a tasa variable, supongamos un millón de quetzales (Q1,000,000), la empresa de igual forma puede ir al mercado de opciones y contratar el producto financiero *collar cap* con la finalidad de mitigar el riesgo de mercado por incremento de la tasa de interés, que en caso suceda, el valor superior debe ser cubierta por la contraparte. Para ambos ejemplos, en caso la tasa de interés no sea superior o inferior a las bandas establecidas, no existirá pago de contraparte, contabilizándose únicamente el valor de la prima a gasto.

⁷¹ Valorización de Derivados. Los Collars. Viviana Fernández. Santiago, Chile. Año 1999. http://www.economia.puc.cl/docs/trd_64.pdf Fecha de consulta 8 de junio de 2013.

La doctrina económica, establece diversas ventajas y desventajas que llevan implícito el derivado financiero del collar, de lo que podemos mencionar:

A cambio de una prima, un collar ofrece las siguientes ventajas:

- a. Seguridad: se conoce el coste máximo de la financiación o rendimiento de la inversión.
- b. Mitigar el riesgo de mercado: Las variaciones en tasas de interés son comunes en países desarrollados y en vías de desarrollo, por lo que permite mejor planificación financiera al tener mayor certeza de los flujos de efectivo.
- c. Comodidad: liquidaciones automáticas.
- d. Flexibilidad: a la medida de las necesidades de la empresa en plazos, importe mínimo y nivel de cobertura.⁷²

Cómo desventajas que limitan el beneficio son:

- a. Los valores de las primas pueden llegar a ser altas en caso de altas volatilidades en el mercado.
- b. Las bajadas de tipos de interés por debajo del *strike* del floor, o
- c. Las subidas de tipos de interés por encima del *strike* del cap.⁷³

2.6.5. Warrant: Los *warrant* son esencialmente opciones que dan el derecho, más no la obligación, de comprar acciones emitidas por una empresa. Una diferencia importante entre las opciones de compra y los *warrant* es que el precio de este último requiere que la empresa emita una nueva emisión de acciones para satisfacer su obligación, por lo que aumenta el número total de acciones emitidas. Ejercitar una opción de compra requiere sólo que el emisor del mismo entregue una acción ya emitida para librarse de la obligación. En ese caso, el

⁷² Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. Op.Cit. p.367.

⁷³ *Ibid.*, Pág.368.

número de acciones emitidas permanece fijo. A diferencia de las opciones de compra, los *warrant* dan como resultado un flujo de caja para la empresa cuando el titular para el precio del ejercicio. Estas diferencias significan que los valores de *warrant* diferirán en cierta medida de los valores de las opciones de compra con condiciones idénticas.⁷⁴

2.7 Modelos de contratos

Los contratos de derivados en mercados organizados, no son más que la implementación y puesta en práctica de los instrumentos financieros. Dentro de ellos podemos mencionar a los futuros, que son los contratos bursátiles que tienen una gran demanda de realización dentro de los mercados organizados, que tienen la característica de que obliga a las partes a comprar o vender un número de bienes o valores (activos subyacentes) en una fecha futura, pero con un precio debidamente preestablecido. Es importante indicar que el precio que se establece tiene una gran relación con el activo subyacente, ya que se cotiza a través del proceso de negociación, pudiendo ser dicho activo comprado o vendido en cualquier momento. Estos contratos, tienen la característica que son conocidos como aquellos acuerdos para que una de las partes compre y la otra parte venda una cantidad definida de un activo subyacente, tal como podría ser café, hule, granos, entre otros, para la exportación y explotación de los mismos. De igual forma, tanto la fecha futura como el precio fijado, deben ser en virtud que el contrato establezca la diferencia entre el precio fijado y el precio de futuros del instrumento subyacente, lo que determina la ganancia o pérdida del comprador y el vendedor. En ese sentido, si el precio de futuros es mayor al acordado, el comprador obtiene ganancias, y en caso contrario, el vendedor es el que obtiene la ganancia.

En ese sentido, un contrato a futuro es un contrato de compraventa, aplazado en el tiempo, donde hoy se pacta el activo a intercambiar, la cantidad, el precio y la fecha

⁷⁴ *Ibid.*, Pág.371.

futura en que se llevará a cabo la transacción. Los futuros se negocian siempre en mercados organizados.

Partiendo del ejemplo de futuros, desde la perspectiva de la compraventa como negocio jurídico, es necesario hacer mención que en la actualidad dentro de los mercados organizados, el negocio y/o contratación se materializa vía electrónica, o mediante contratos electrónicos en vanguardia de los cambios informáticos y electrónicos dentro de la economía mundial globalizada. En este sentido, se trae a colación lo que se inició con el CME, que a través de lo acontecido con GLOBEX2 que se inició la plataforma de las operaciones y transacciones bursátiles de forma electrónica, por lo que se establece que es una forma de contratación y/o celebración del negocio jurídico de instrumentos financieros dentro de los mercados organizados, como se hizo mención con anterioridad sobre el mercado en la CME.

CAPITULO 3

MERCADO NO ORGANIZADO (OVER THE COUNTER)

3.1 Antecedentes del Mercado No Organizado

El Mercado No Organizado (Over the Counter) -OTC-, ha recibido diversas denominaciones desde su puesta en funcionamiento, como lo son mercado paralelo no organizado, mercado de contratos a medida, mercado extrabursátil, mercado sin localización territorial concreta. Este tipo de mercados desde su origen son característicos la no existencia de reglas y normas de intercambio, así como las características de las compraventas de activos bursátiles se fijan libremente por las partes, por lo que se conocen comúnmente como **“sastre a la medida”**.⁷⁵

Con anterioridad a 1971 todas las cotizaciones OTC para acciones se registraban manualmente y se publicaban todos los días. Las llamadas hojas rosas eran la forma en que los corredores comunicaban su interés por contratar a varios precios. Esta técnica era engorrosa e ineficaz y las cotizaciones publicadas dejaban de tener vigencia de un día para otro. En 1971 se desarrolló el sistema de cotización automatizado de la Asociación Nacional de Comercializadores de Valores -NASDAQ-, para ofrecer un sistema de información inmediata a través de ordenador sobre los precios de compra y venta de las acciones que ofrecían varios corredores. El precio de compra es al que el corredor desea adquirir un valor; el precio de venta por lo tanto es al que se desea realizar. Por tanto, el precio de venta siempre es más alto que el precio de compra y la diferencia constituye el beneficio del corredor. El sistema permite que el bróker que recibe una orden de compra o venta de un inversor, examine las cotizaciones actuales y llame al corredor con la mejor cotización para realizar la transacción.⁷⁶

El sistema, ahora llamado Mercado de Valores NASDAQ, está dividido en dos sectores, el Sistema de Mercado Nacional Nasdaq (compuesto por

⁷⁵ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op. cit.*, Pág.51.

⁷⁶ *Loc. cit.*

aproximadamente 4,000 empresas) y el Mercado de Compañías de Pequeña Capitalización (*SmallCaps*) NASDAQ (compuesto por más de 1,000 empresas pequeñas). Los valores del Sistema de Mercado Nacional deben cumplir con requisitos de cotización más exigentes y se negocian en un mercado más líquido. Para empresas incluso más pequeñas el NASDAQ mantiene un *Boletín OTC* que no forma parte del mercado, pero es una forma sencilla en que los brokers y corredores obtengan y asignen precios en una red informatizada. Las acciones más pequeñas continúan cotizando en las hojas rosadas distribuidas por la Asociación Nacional de Corredores de Valores (National Association of Securities Dealers) - NASD.⁷⁷

En Gran Bretaña la “**Financial Services Act (FSA)**” en el año de 1986 introdujo salvaguardas para que los intermediarios que interactuaban en los mercados no organizados, cumpliera normas que garantizaran sus operaciones al no tener una estandarización de sus operaciones extrabursátiles. En Estados Unidos de América se identifican los mercados no organizados para todos aquellos mercados de valores que no tienen una cotización oficial en la Bolsa de Valores, y especialmente para los mercados electrónicos; y este tipos de mercados están regulados por la NASD.⁷⁸

El origen de este tipo de mercado se remonta y se halla en la contratación de valores que se hacía en los mostradores de los bancos de Estados Unidos de América en el siglo XIX. El término se uso en sus inicios únicamente para identificar las operaciones que se hacían fuera de la Bolsa de Nueva York, pero ya en nuestros tiempos se refieren de manera internacional para hacer mención y referencia a todas aquellas operaciones que se hacen fuera de cualquier bolsa de valores reconocida, y especialmente, para aquellos mercados que utilizan un sistema de contratación por medios electrónicos.⁷⁹

⁷⁷ *Ibid.*, Pág. 52.

⁷⁸ *Ibid.*, Pág. 53.

⁷⁹ *Loc. cit.*

3.2 Conceptos

Los mercados OTC, son lo opuesto a los mercados organizados. Una de las características esenciales de estos mercados, son la ingeniería financiera, término que acuña el doctrinario Guillermo Cabanellas, al hacer referencia de la investigación de nuevos productos.⁸⁰

Los OTC, son todos aquellos mercados extra bursátiles, en los cuales se negocian contratos de derivados financieros de forma bilateral, compartiéndose así el riesgo de incumplimiento por ambas partes contratantes, es decir, lo asumen ambas partes. Esa característica propia de los mercados OTC, es una de las grandes diferencias con los mercados organizados, en lo relacionado con la cámara de compensación tal y como se describió en el capítulo anterior.⁸¹

Un contrato OTC es un acuerdo bilateral en el cual dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Normalmente es entre un banco de inversión y el cliente directamente. La mayoría de las veces a través del teléfono o computador. Los derivados OTC negociados entre instituciones financieras suelen tomar como marco las cláusulas contractuales establecidas por la Internacional Swaps and Derivates Association -ISDA-, por lo que regularmente firman primero un contrato marco, el cual es el acuerdo entre dos partes que indican las normas estándar que se aplican en todas las transacciones. Con cada nueva transacción, las normas del acuerdo no necesitan ser negociadas y se aplican automáticamente.⁸²

3.3 Regulación

La mayor parte de la industria de valores confía en la autoregulación. La SEC delega en bolsas secundarias, como la Bolsa de Valores de Nueva York (New York

⁸⁰ Guillermo Cabanellas de las Cuevas (Dir), Gabriel de Reina Tartiére (Coord). Mercado de Capitales. Editorial Heliasta, S.R.L. Año 2009.

⁸¹ *Loc. cit.*

⁸² *Loc. cit.*

Stock Exchange) -NYSE-, la mayor parte de la responsabilidad de vigilancia de las negociaciones diarias. Del mismo modo la NASD, inspecciona las negociaciones de los valores OTC. El Código Ético y Conducta Profesional del Instituto de Analistas Financieros Titulados (Chartered Financial Analyst) -CFA- establece los principios que gobiernan el comportamiento de los CFA.⁸³

Las transacciones que son realizadas dentro de los mercados OTC, tienen la característica que se materializan a través de las negociaciones de instrumentos financieros, como pueden ser las divisas, los commoditys, bonos, futuros, opciones, entre otros. De forma general, las órdenes de compra y venta son los instrumentos financieros colocados dentro de los mercados no organizados a través de conversaciones telefónicas, las cuales son grabadas y guardadas por y para la seguridad de las partes contratantes, en aras de brindar una seguridad dentro del negocio del mercado no organizado por cualquier tipo de controversia y discrepancia que pudiese suscitarse por la interacción extrabursátil. Así mismo, coadyuva al momento del surgimiento de cualquier conflicto, para que se proceda a la escucha del audio grabado y guardado, y así pueda ser útil para dirimir lo controvertido.⁸⁴

Los derivados OTC que se suscriben en Estados Unidos o en otros países del mundo, regularmente están bajo un contrato marco establecido por la ISDA.

- ✓ ISDA: La Asociación Internacional de Swaps y Derivados (International Swaps and Derivatives Association) -ISDA- es una asociación que integra a los mayores actores del mercado de derivados. Fue creada en 1985 como la International Swap Dealers Association y, más tarde, cambió a su nombre actual. El objetivo principal de la organización es establecer un marco de referencia mediante contratos estándar. La importancia de la organización en la negociación de este tipo de productos proviene de la bilateralidad de los contratos (OTC – over the counter), es decir que no se negocian en un

⁸³ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op.Cit.*, Pág.67.

⁸⁴ *Loc. cit.*

mercado organizado abierto con reglas determinadas. La ISDA ha establecido un contrato marco para operaciones en derivados entre las instituciones financieras. En el contrato marco se establecen las definiciones y condiciones generales que regulan cualquier derivado contratado entre dos instituciones financieras. La inclusión de un derivado contratado OTC bajo el amparo de un contrato marco es voluntaria, pero suele hacerse ya que evita tener que redactar y negociar todas las condiciones y definiciones cada vez que se pacta una operación.⁸⁵

En España, se debe suscribir un contrato marco de operaciones financieras -CMOF- que regula las condiciones que regiran un contrato de derivados financieros.

La importancia de establecer unas condiciones marco en la negociación de este tipo de productos proviene de la bilateralidad de los contratos OTC, es decir, que no se negocian en un mercado organizados con regla específicas.

Los mercados OTC, tienen la característica distintiva de no tener instrumentos estandarizados que manifiesten un mayor grado de liquidez dentro de las negociaciones bursátiles, como acontece dentro de los mercados organizados, es por ello que su regulación se constituye a lo que hemos venido mencionado como **sastre a la medida**. La gran relevancia que adquirió este tipo de operaciones extrabursátiles, tiene su punto de partida con el surgimiento de los brokers, que no son más que intermediarios entre compradores y vendedores, para así poder consolidar un acuerdo contractual de instrumentos financieros.⁸⁶ Los brokers son un ejemplo claro de aquellas instituciones que actúan como creadores de mercado buscando consolidar el equilibrio entre la oferta y la demanda. Se establece que la principal ventaja que trae el operar dentro de un mercado OTC, es la posibilidad que tienen las partes contratantes de poder negociar con un beneficio mutuo y recíproco, adecuando a sus propias consideraciones las condiciones de la relación contractual.

⁸⁵ Asociación Internacional de Swaps y Derivados. <http://www2.isda.org>. Fecha de consulta 23 de mayo 2013.

⁸⁶ Broker – Dealer. (Intermediario Financiero). CENPROEX, FORMACION Y EMPLEO EMPRESARIAL. España. <http://www.ventanadigital.com/webcenproex/nueva/cursos-especializacion/e-empresarial/14.pdf>
Fecha de Consulta 8 de junio de mayo 2013.

En los Estados Unidos las negociaciones de acciones en mercados OTC se realizan a través de intermediarios que usan servicios como OTC bulletin Board -OTCBB-, el cual es un sistema de cotización entre los dealers⁸⁷ americanos. En el mercado OTCBB cotizan más de 8,000 compañías que no cumplen con los requisitos para poder cotizar en las bolsas NASDAQ o el NYSE. Entre los requisitos que deben cumplir se encuentra: el nivel de capitalización bursatil, homegeneidad en el valor de las acciones, concepto de gobierno corportivo, etc. Deben cumplir el facilitar reportes a la Security Exchange Commision -SEC-, que es una agencia independiente del gobierno de los Estados Unidos y tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales y regula la industria de valores, los mercados financieros, así como las bolsas de valores, bolsas de opciones y otros mercados de valores electrónicos. Otro sistema de negociación de derivados OTC es Pink Sheets, la cuál es una categoría especulativa. No hay ningún requisito que las compañías deban cumplir, ni hay ninguna obligación de reportar a la SEC y estar registrado; ya que no se negocia en ninguna bolsa importante y se hace poca investigación, estas negociaciones se consideran arriesgadas, además que por ser poco frecuentes, la diferencia entre precios obtenidos y solicitados es muy amplia.⁸⁸

En el mercado OTC, hay **riesgos de que la contraparte** no cumpla sus compromisos, por ello se debe ser prudente al negociar con derivados OTC y saber quien es el market maker y si podemos confiar en él. La ISDA da recomendaciones para reducir los riesgos en estos mercados, como estar financieramente fuertes y tener suficiente capital en el caso la contraparte no mantuviera su compromiso, manejar el riesgo y tratar que sea lo menor posible, asegurarse con otros instrumentos como hedge o diversificación.

En Guatemala no se tiene una entidad que regule el mercado de derivados OTC, por lo que de comercializar un derivado con una institución financiera local y otra internacional, se debe firma un contrato marco ISDA y luego una hoja de terminos

⁸⁷ Dealer: Es un mediador que actúa por cuenta propia en los mercados financieros, a diferencia de un bróker, que actúa en nombre de un inversor.

⁸⁸ Bolsa libre.es. Boletín ¿Qué es el mercado OTC? <http://www.bolsalibre.es/articulos/view/que-es-el-mercado-otc>

que contenga las características del producto. De llevarse a cabo entre empresas locales, con el apoyo de una casa de bolsa, se puede suscribir un contrato simple con las características de un derivado, sin que exista responsabilidad del intermediario, en este caso la casa de bolsa. Los contratos suelen ser suscritos en documentos privados, con hojas de papel bond simple y en algunos casos con autenticas de firmas por parte de un notario.⁸⁹

Este mismo procedimiento se puede realizar entre dos empresas, pero lo común es que exista un intermediario (dealer o broker) como un puesto de bolsa, banco de inversión o banco local, quienes cobran un *fee* o comisión con respecto al monto de la transacción por haber puesto en contacto a las partes. De concretarse la negociación de intercambio o derivado de forma directa entre dos partes, sin que existiese intermediario, puede llegar a ser por medio de un simple cruce de cartas, lo cual genera **riesgos de contraparte** en caso no se cumpla las condiciones del acuerdo.⁹⁰

Los abogados en Guatemala que ejercen notariado, así como juzgados del país, no tienen mayor conocimiento de la suscripción de este tipo de contratos y las condiciones en las cuales podría realizarse una protección hacia alguna de las partes.⁹¹

3.4 Características del mercado OTC

Algunas de las principales características que poseen en la actualidad los mercados OTC son las siguientes:

- ✓ Red informática de agentes o dealers: Los mercados OTC se caracterizan por ser una red informática de agentes o dealers, por lo tanto no es un mercado con presencia física ya que las transacciones se hacen vía telefónica y/o informática.

⁸⁹ Conocimientos y experiencias propias. *Op. cit.*

⁹⁰ *Loc. cit.*

⁹¹ *Loc. cit.*

- ✓ Operaciones entre agentes: Las operaciones dentro de un mercado OTC se realizan entre los agentes que lo forman como son las instituciones financieras, bancos y brokers.
- ✓ Transacciones a cualquier hora: Las operaciones se podrán realizar en cualquier momento las 24 horas del día, al contrario de lo que sucede en los mercados regulados, los cuales suelen tener horarios de operación.
- ✓ Proporciona mayor liquidez: Debido al tipo de agentes que participan en el mercado, estos a menudo son creadores de mercado o “market makers” que tienen la capacidad de proveer de mayor liquidez.

Además es de considerar la característica que posee al no ser regulado, la cual da mucha flexibilidad, pero permite que ante una irregularidad en la transacción se este desprotegido.

3.5 Productos que se comercializan

Dentro de los productos que se encuentran para la comercialización dentro de los mercados OTC, se mencionan todas aquellas coberturas que surgen del intercambio de productos financieros y productos NO financieros, acorde al activo subyacente. Al hablar de los productos financieros se mencionan los títulos de acciones, bonos, monedas, índices bursátiles, tasas de interés, riesgos de crédito, entre otros. Lo que se refiere a los productos NO financieros se pueden mencionar metales preciosos, productos energéticos, los que se caracterizan por ser productos vinculados con la economía real.⁹²

Se puede comercializar todo tipo de instrumento derivado que existe en un mercado regulado en un mercado OTC, con la diferencia que son contratos a la medida en lugar de contratos estandarizados, adicional a que, en el caso de Guatemala, no existe una camara de compensación que pueda liquidar las posiciones entre comprador y vendedor, lo que aumenta de forma significativa el riesgo de

⁹² Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op. cit.*, Pág.357.

contraparte. La liquidación depende del producto que se esté indicando en el contrato de derivado, por lo que se puede liquidar las diferencias existentes o bien llevar a cabo el proceso de intercambio total.⁹³

Algunas opciones se negocian en los mercados OTC, lo que ofrece la ventaja que en los términos del contrato de opción (el precio de ejercicio, la fecha de vencimiento y el número de acciones comprometidas), se pueden diseñar a la medida de los operadores económicos. Sin embargo, el coste de establecimiento de un contrato de opciones en un mercado OTC es relativamente alto. En la actualidad, la mayor parte de las negociaciones de opciones se realizan en las bolsas organizadas. La estandarización de los términos de los contratos de opciones señala que todos los participantes en el mercado negocian con un grupo de valores limitado y uniforme. Esto aumenta el volumen en una negociación en particular, lo cual hace que bajen los costes de transacción de la negociación y da como resultado un mercado más competitivo. Por tanto, las bolsas ofrecen dos ventajas importantes: facilidad de negociación, que fluye de un mercado central en el que se juntan los compradores y vendedores y sus representantes, y un mercado secundario líquido en el que los compradores y vendedores de opciones pueden negociar de forma rápida y barata.⁹⁴

3.6 Derivados Financieros en Mercados NO organizados

Los derivados financieros de los Mercados No Organizados no difieren de los que se comercializan dentro de los mercados organizados, ya que también pueden ser como se apreció y se desarrollo en el capítulo anterior, que son: **swaps, forwards, opciones, collars**, entre otros, siendo los enlistados los más importantes. La única diferencia que se puede encontrar entre tales mercados, es la característica de los mismos (mercados), es decir, en los mercados OTC no están estandarizados y son a la medida del usuarios; mientras que en los mercados organizados, se encuentran

⁹³ *Loc. cit.*

⁹⁴ *Loc. cit.*

estandarizados dichos derivados, establecidos de forma directa y concreta, no siendo permisivos de variación alguna.

3.6.1 **Forward:** Es un contrato entre dos partes para comprar o vender un activo fijado y en una fecha determinada. La diferencia con los contratos de futuros es que los *forwards* se contratan en mercados OTC, es decir fuera de los mercados organizados. Los forwards más comunes negociados son sobre monedas, metales e instrumentos de renta fija. Existen dos formas de resolver los contratos de forward en moneda extranjera: a) Por compensación (*non delivery forward*), al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio spot contra el tipo de cambio forward, y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente. b) por entrega física (*delivery forward*), al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado.⁹⁵

Después de haber estudiado las distintas operaciones de derivados financieros que se utilizan en mercados internacionales y comparando con el mercado local se debe destacar que no existe mayor utilización de estos instrumentos en el mercado guatemalteco, tanto en el mercado regulado como en el mercado OTC, el sistema financiero guatemalteco aún se maneja dentro de una economía doméstica que no tiene desarrollada una bolsa de valores, por lo tanto los instrumentos financieros son incipientes, como algunas ventas privadas de acciones, emisión de pagares y operaciones de reporto interbancario y reporto bursátil. El mercado de deuda es principalmente fondeado por los créditos bancarios y no por emisión de bonos o instrumentos de deuda, únicamente el gobierno central fondea el déficit presupuestario⁹⁶ en un 80% con la emisión de bonos en moneda local y el 20% restante en mercados internacionales con la emisión de bonos en moneda dólar.⁹⁷

⁹⁵ Valorización de Derivados. Viviana Fernández M. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile. Año 1999. http://www.economia.puc.cl/docs/trd_64.pdf. Fecha de consulta 8 de junio de 2013.

⁹⁶ Déficit presupuestario es la diferencia entre los ingresos fiscales menos los gastos presupuestados.

⁹⁷ Conocimientos y experiencias propias. *Op. cit.*

Siguiendo las noticias de los últimos años en el mercado de deuda en Guatemala, únicamente se encuentran emisiones de bonos de entidades estatales (gobierno central) y empresas privadas como Empresa Eléctrica de Guatemala, Banco Industrial, Comcel, Bantrab, Banco Agrícola Mercantil, todas ellas colocadas en bolsas de valores en el extranjero, no existiendo emisión de bonos de deuda en el mercado local.⁹⁸

Las pocas empresas que han comprado derivados financieros en mercados OTC, han sido entidades bancarias, donde han tenido que suscribir un contrato marco ISDA con la entidad que lo ha intermediado (broker), para luego suscribir una hoja de términos que encierra las condiciones de la negociación. Empresas agrícolas han buscado cerrar el precio de sus productos en el mercado internacional para comerciar bienes denominados mercancías o commoditys, consistentes en la exportación de productos primarios como el azúcar, banano, café, cardamomo y algunos productos no tradicionales como hule, petróleo, etc, mismos que se han suscrito por medio de acuerdos fuera del ISDA y de cualquier mecanismo de reducción de riesgos, por lo que han asumido los riesgos de contraparte al emitir un derivado OTC; por lo que el conocimiento de las partes es primordial para suscribir este tipo de derivados, como un contrato futuro o de cobertura.⁹⁹

Para que un mercado de derivados pueda surgir en el mercado guatemalteco, debe existir una bolsa de valores desarrolladas que pueda crear productos financieros estándar, tanto financieros como de bienes y servicios. El inicio de este desarrollo viene con la participación del Estado en la emisión de bonos de deuda en el mercado local, que puedan ser comercializados en mercados secundarios, situación que no ha iniciado debido a que los compradores de bonos del gobierno central en el mercado local lo constituyen en su mayoría los bancos domésticos.¹⁰⁰

Se debe dar paso a que el sector privado pueda obtener fuentes de financiamiento diferenciadas a la obtención de préstamos bancarios, por medio de instrumentos

⁹⁸ *Loc. cit.*

⁹⁹ *Loc. cit.*

¹⁰⁰ *Loc. cit.*

financieros que puedan ser comercializados en un mercado secundario, como por ejemplo, la emisión de bonos de deuda, pero para dar confianza a los inversionistas se debe contar con todo un mecanismo de administración y pago de cupones y por otra parte la calificación de riesgos para emisores de bonos, lo que conllevaría en la generación de confianza. En Guatemala no se tiene una entidad que regule las operaciones de bolsa en el mercado regulado, existiendo únicamente algunos mecanismos de arqueo de títulos valores en la Caja de Valores Nacional por parte de la Superintendencia de Bancos de Guatemala. Por lo que un mercado OTC para derivados financieros no cuenta con supervisión o regulación alguna.¹⁰¹

Paso seguido al mercado de bonos, se puede iniciar la venta de instrumentos de cobertura o de fijación de precios en el mercado regulado, a través de la introducción del contrato de futuro, contrato swap, contrato collar (cap / floor), contrato hedge (cobertura), así como el desarrollo del mercado de opciones (put / call), todos estos con la finalidad de reducir los riesgos y que los inversionistas (oferentes y demandantes) encuentren productos estándar a sus necesidades. Podría desarrollarse, en forma paralela o consecutivamente, un mercado OTC para derivados financieros, ya que existirían necesidades a la medida de los clientes y debería crearse, como en el mercado de Estados Unidos, España y otros países, contratos marco que contengan cláusulas estándar a efecto de mitigar los riesgos de contraparte, estando en el entendido que siempre un derivado OTC tendrá riesgos mayores para sus participantes por existir un riesgo de contraparte.¹⁰²

El nivel educativo de la población guatemalteca es sumamente pobre, no existiendo educación financiera para la población en el manejo de productos tradicionales, y mucho menor para entender el desarrollo de los instrumentos financieros complejos, como lo son los derivados desarrollados en los últimos 40 años, donde el mayor mercado del mundo lo constituyen la compra venta de derivados en los mercados regulados como en el mercado OTC.¹⁰³

¹⁰¹ *Loc. cit.*

¹⁰² *Loc. cit.*

¹⁰³ *Loc. cit.*

Las empresas guatemaltecas en su mayoría, son propiedad de un porcentaje menor de la población, estando el resto de los guatemaltecos generando su riqueza a través del empleo directo o de la economía informal, por lo que las grandes empresas en lugar de fondear su crecimiento con capital accionario o emisión de deuda bursátil, lo han realizado por medio de la obtención de créditos bancarios y la venta de acciones comunes de forma privada, lo que no ha permitido el desarrollo de mercados de valores que pudieran promover la comercialización de instrumentos financieros desarrollados.¹⁰⁴

Los países desarrollados basan sus economías en el mercado de capitales y mercado de deuda, principalmente en mercados de capitales a través de las bolsas de valores, es por ello que los bancos de inversión son actores importantes de forma adicional a los bancos domésticos, no obstante, estos países cuentan además con mercados OTC para el comercio de instrumentos financieros. Por ello los derivados en el mercado regulado y mercado OTC constituyen, hoy por hoy, los principales instrumentos de venta de productos en el mundo, que como su nombre lo indican derivan de un activo subyacente, que puede ser un bien, servicio o indicador financiero, existiendo tantos productos y activos subyacentes como la creatividad de los gestores financieros exija, por ello existen derivados para mitigar riesgos climáticos, espaciales, volatilidades económicas, seguros, juegos de azar, etc.¹⁰⁵

3.7 Opciones exóticas

Es evidente que los inversores valoran las estrategias de cartera que se pueden utilizar con la negociación de opciones; esto se ve reflejado en el alto volumen de contratación en esos mercados y en su enorme éxito. El éxito alimenta la imitación y durante los últimos años hemos sido testigo de una tremenda innovación en la gama de instrumentos de opciones disponible para los inversores. Cierta parte de esta innovación ha tenido lugar en el mercado de las opciones personalizadas que ahora se negocian en los mercados OTC. Muchas de estas opciones tienen

¹⁰⁴ *Loc. cit.*

¹⁰⁵ *Loc. cit.*

condiciones que habrían sido muy poco usuales años atrás, razón por la que se denominan “opciones exóticas”.¹⁰⁶ Algunas de las variantes más interesantes de estos nuevos instrumentos son las siguientes:

3.7.1 *Opciones asiáticas.* Son opciones con pagos que dependen del precio medio (en lugar del final) del activo subyacente, durante al menos una parte de la vida de la opción. Por ejemplo, una opción de compra asiática puede tener un resultado que sea igual al precio medio de la acción durante los últimos tres meses menos el precio de ejercicio si ese valor es positivo o cero. Estas opciones pueden ser de interés para las empresas que deseen proteger un flujo de beneficios que dependa del precio medio de un bien durante un período de tiempo.¹⁰⁷

3.7.2 *Opciones barrera.* Las opciones barrera tienen resultados que dependen no sólo del precio de algunos activos al vencimiento de la opción, sino también de si el precio de los activos subyacentes ha cruzado alguna barrera o límite. Por ejemplo, una opción abajo y afuera (*down and out option*) es un tipo de acción barrera que vence automáticamente cuando el precio de la acción cae por debajo de alguna barrera de precio. Del mismo modo, las opciones abajo y adentro (*down and in option*) no proporcionarán resultado a menos que el precio de la acción esté por debajo de alguna barrera al menos una vez durante la vida de la opción. También se conocen éstas como opciones *Knock-out and Knock-in*.¹⁰⁸

3.7.3 *Opciones lookback.* Las opciones *lookback* tienen resultados que dependen en parte del precio mínimo o máximo del activo subyacente durante la vida de la opción. Por ejemplo, una opción de compra *lookback* puede proporcionar un resultado igual al precio máximo de la acción durante la vida de la opción menos el precio del ejercicio. Dicha opción proporciona (por supuesto con comisión) una forma perfecta de *market timing*, al otorgar al

¹⁰⁶ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op.cit.*, Pág. 373.

¹⁰⁷ *Loc. cit.*

¹⁰⁸ *Loc. cit.*

titular de la opción de compra un resultado igual al que resultaría si el activo se hubiera comprado por X dólares y se hubiera vendido más tarde a lo que hubiera sido un precio más alto.¹⁰⁹

3.7.4 *Opciones convertidas a divisas.* Las opciones traducidas a moneda extranjera tienen los activos o los precios de ejercicio denominados en moneda extranjera. Un ejemplo de dicha opción es el *quanto*, que permite al inversor fijar por adelantado el tipo de cambio al cual una inversión en moneda extranjera pueda convertirse en dólares. El derecho de traducir una cantidad fija en moneda extranjera en dólares a un tipo de cambio determinado en una sencilla opción de divisas. No obstante, los *quantos*, son más interesantes porque la cantidad de moneda que se traducirá en dólares depende del comportamiento de la inversión del valor extranjero. Por tanto, un *quanto* proporciona un número aleatorio de opciones.¹¹⁰

3.7.5 *Opciones binarias.* Las opciones binarias (también denominadas opciones *bet* y opciones *digitales*) tienen resultados fijos que dependen de si el precio del activo subyacente satisface una condición. Una opción de compra binaria puede pagar una cantidad fija si el precio de la acción al vencimiento supera el precio del ejercicio.¹¹¹

¹⁰⁹ *Loc. cit.*

¹¹⁰ *Loc. cit.*

¹¹¹ *Loc. cit.*

CAPITULO 4

PRESENTACIÓN, ANALISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

4.1. Situación del mercado bursátil y extrabursátil en Guatemala

Actualmente Guatemala no cuenta con un mercado bursátil desarrollado, no obstante ante la falta de un mercado organizado y especializado, a través de intermediarios profesionales se realizaban transacciones de títulos y valores admitidos a cotizaciones y cuyos precios se determinan por el libre juego de la oferta y la demanda, lo que motivó en 1986 a un grupo de guatemaltecos a llenar ese vacío que existía en el sector financiero del país. Así, a finales del año 1987, mediante el acuerdo 99-87, el Ministerio de Economía aprobó la entrada en vigencia de la Ley de Valores y Mercancías, creándose adicionalmente el Registro de Valores y Mercancías con la finalidad de la vigilancia, control y regulación de las actividades extrabursátiles, coordinar la supervisión e inscripción de las bolsas de valores, así como proporcionar al público en general toda la información generada en los mercados.¹¹²

De acuerdo al Licenciado Rolando San Román, Gerente General de la BVN, la experiencia en la utilización de Derivados Financieros en Guatemala inicia en los años 1991-1992, por medio del Futuro de Divisa, donde se trabajó un reglamento para su comercialización a través de un mercado regulado. La característica del producto es que no se podía realizar la entrega física del mismo, sino a través de un proceso de liquidación o Cash Settlement¹¹³, que consiste en que la posición se liquida utilizando contratos de opciones, por lo que, al expirar o al vencimiento, el vendedor del instrumento financiero transfiere la posición en efectivo del activo asociado.

¹¹² Conocimientos y experiencias propias. *Op. cit.*

¹¹³ Cash Settlement: Un proceso en el cual un contrato de futuro u opciones es liquidado con un intercambio de dinero antes que la entrega física del producto comercializado. Diccionario de negocios. www.businessdictionary.com/definition/cash-settlement.html.

Con la entrada en vigencia de la ley de libre negociación de divisas, autorizado según decreto ley 94-2000, de fecha 12 de enero de 2001, se trató de revivir este contrato, mismo que funcionó por dos años, a través de entrega física o cash settlement. El producto no opero por más tiempo debido a la baja fluctuación del tipo de cambio (quetzal vs dólar), adicional a que no tenía un activo subyacente al que se le pudiera relacionar, como por ejemplo un bono del tesoro extendido a plazos cortos a plazos de corto (3 meses).¹¹⁴

El desarrollo del mercado de capitales en Guatemala, se ha mantenido en un débil desarrollo, siendo diversas las razones que no han permitido su expansión, como por ejemplo:

- a) Falta de una central de riesgos que ejerza supervisión a las transacciones que se generen por medio de instrumentos financieros en el mercado regulado u operaciones OTC;
- b) Ausencia de bancos de inversión en el mercado guatemalteco que comercialicen instrumentos financieros o emisión de papel;
- c) Mercado secundario poco desarrollado, las actuales negociaciones en mercados secundarios recaen principalmente sobre instrumentos financieros de entidades de gobierno, no existe actualmente un mercado secundario que permita devolver la liquidez a los inversionistas en caso adquieran instrumentos financieros;
- d) Falta de educación financiera de la población (índice de analfabetismo a diciembre de 2014 del 75%, acorde a datos del Banco Central).
- e) Desconocimiento de la población guatemalteca de las ventajas y desventajas que presenta adquirir un instrumento financiero.¹¹⁵

Sin embargo, el Gobierno y algunas empresas privadas han iniciado a partir del año 2004 a realizar emisiones en el mercado de capitales internacional, lo que permite

¹¹⁴ Conocimientos y experiencias propias. *Op. cit.*

¹¹⁵ *Loc. cit.*

abrir la puerta para que se cuente con los conocimientos, experiencia y herramientas para iniciar el mercado de capitales en Guatemala y por consecuencia el desarrollo de instrumentos financieros.¹¹⁶

El siguiente cuadro nos muestra las emisiones que han realizado entidades gubernamentales y empresas privadas en el mercado de capital internacional desde el año 2004, cuando el Gobierno incurrió por primera vez:

**Emisiones de Empresas Guatemaltecas en
Mercados Internacionales
A mayo 2015**

TIPO	EMPRESA	TICKER	MONTO	PLAZO	TASA	EMISIÓN	VENC.
Gobierno	Gobierno de Guatemala	GUATEM	\$ 330	30	8.125	sep-04	jun-34
Privado	Empresa Electrica	EEGSA	\$ 100	10	8.500	dic-04	dic-14
Privado	Banco Industrial	BANGUA	\$ 150	10	8.250	jun-11	jun-21
Gobierno	Gobierno de Guatemala	GUATEM	\$ 700	15	4.875	may-12	may-22
Privado	Banco Industrial	BANGUA	\$ 500	10	5.500	nov-12	nov-22
Gobierno	Gobierno de Guatemala	GUATEM	\$ 700	10	5.750	feb-13	feb-23
Privado	Cementos Progreso	CEMPRO	\$ 350	10	7.125	jun-13	jun-23
Privado	Bantrab	BANTRB	\$ 150	7	9.000	nov-13	nov-20
Privado	TIGO	MIICF	\$ 800	10	6.875	jun-14	jun-24
Privado	Banco Agromercantil	AGROME	\$ 300	5	6.250	oct-14	oct-19

Fuente Bloomberg

Un proceso de emisión en mercado de capitales a nivel internacional, es un proceso complejo tomando en cuenta que se debe cumplir con varios requisitos como: a) Aprobar un proceso de calificación de rating con por lo menos 2 agencias de reconocido prestigio internacional; b) Contar con estados financieros auditados bajo normas internacionales de información financiera; c) Emisión de una carta de conformidad (*confort letter*) por parte de una firma de auditoría con reconocimiento internacional; d) Preparación de un prospecto (*offering memorandum*) que debe contener todo lo relacionado a las condiciones de la transacción, operaciones de la empresa, estructura de propiedad, plan de negocios, evolución financiera, riesgos

¹¹⁶ *Loc. cit.*

implicitos, etc.; e) Preparación de documentos legales; f) inscripción de los documentos bajo la regulación internacional.¹¹⁷

Si bien es cierto la participación en mercado de capitales a nivel internacional por medio de una oferta pública de acciones (Initial public offer) -IPO- es diferente a la comercialización de instrumentos financieros, si permite abrir la puerta al desarrollo del mercado de capitales en el país, ya que permite tener profesionales en el mercado local, con un conocimiento en este tipo de instrumentos, así como entidades que se interesen en desarrollar un mercado primario y mercado secundario para la comercialización de instrumentos financieros.¹¹⁸

Inversionistas de diferentes partes del mundo, principalmente de Estados Unidos y Europa, han estado participando activamente en adquirir las emisiones guatemaltecas descritas en el cuadro anterior, donde la estabilidad económica guatemalteca ha permitido generar una confianza, esto a pesar que la calificación de riesgo-país de Guatemala es hasta la fecha no grado de inversión, lo que resulta en que el precio que debemos pagar a los inversionistas es más elevado que en países desarrollados con calificación de riesgo en grado de inversión.¹¹⁹

Es por ello que las calificaciones de riesgo de nuestra economía es todavía un obstaculo, ya que desalienta el incursionar con nuevas emisiones, sin embargo, Guatemala al tener una economía estable, baja inflación, tipo de cambio controlado, crecimiento económico moderado, bajo nivel de endeudamiento, buen record de pago, permiten que las emisiones del Gobierno u otras empresas que califiquen se vuelvan atractivas en el mercado internacional.¹²⁰

Las empresas guatemaltecas están en un momento oportuno en cuanto a condiciones económicas para participar en el mercado de valores a nivel

¹¹⁷ *Loc. cit.*

¹¹⁸ *Loc. cit.*

¹¹⁹ *Loc. cit.*

¹²⁰ *Loc. cit.*

internacional, coyuntura que la BVN, debe aprovechar para poder incentivar a los agentes económicos locales para que se inicie el desarrollo del mercado de capitales a nivel nacional, por lo que los puestos de bolsa debidamente autorizados para operar, sociedades financieras, bancos locales, entidad reguladora, coordinados por la BVN, deben trabajar en conjunto para construir las condiciones que permita a los inversionistas guatemaltecos, puedan adquirir instrumentos financieros, que son distintos a los productos tradicionales que comercializan los bancos del sistema financiero nacional. La clave de estos instrumentos, es que deben poderse comercializar en mercados primarios, pero adicionalmente en mercados secundarios, para que en caso los inversionistas necesiten regresar su liquidez, lo realicen sin mayor inconveniente, lo que generaría confianza a los inversionistas.¹²¹

De qué depende el desarrollo del mercado de capitales en el país:

- a) Contar con un marco regulatorio que permita normar la comercialización de instrumentos financieros en el país.
- b) Voluntad del sistema financiero nacional de crear instrumentos diferentes a los productos financieros tradicionales que se comercializan en el país.
- c) Crear una red de comercialización a través de todo el país, que fácilmente podría ser diseñada, si se utiliza las fuerzas de venta y cobertura de agencias que cuenta el sistema financiero nacional.
- d) Mejor educación a la población guatemalteca, fortaleciendo las áreas de matemáticas, contabilidad, estadística, finanzas, leyes, acorde a los avances que vayan teniendo desde la educación primaria hasta la educación universitaria.
- e) Contar con profesionales preparados en el mercado de capitales e instrumentos financieros.¹²²

¹²¹ *Loc. cit.*

¹²² *Loc. cit.*

Aunque falte mucho por hacer, las condiciones están dadas para que en conjunto con los agentes económicos y profesionales que la integran se pueda compartir la visión de desarrollar el mercado de capitales a nivel nacional, y por ende lograr la comercialización de instrumentos financieros, sabiendo que no será una tarea sencilla, pero que en la misma forma que lo hicieron los países desarrollados, hace ya muchos años, es un camino que debemos recorrer si queremos ver a Guatemala como un país desarrollado que ofrece mejor calidad de vida a todos los guatemaltecos.¹²³

Por otra parte, instrumentos financieros, como los denominados derivados no se comercializan dentro de las entidades que integran el sistema financiero nacional, las sociedades financieras y los bancos del sistema, únicamente comercializan productos y servicios financieros tradicionales, por medio de la captación y colocación de recursos, a través de oferentes y demandantes de servicios. Las casas de bolsa comercializan servicios para los bancos del sistema, empresa emisoras e inversionistas en los siguientes mercados: a) reportos bursátiles; b) mercado primario; c) mercado secundario. El volumen promedio diario que se comercializa a mayo de 2015 es el siguiente:

**Volumen Brusátil Diario
a mayo 2015**

Mercado	Quetzales	%	Dólares	%
Primario	4,133,800	0%	-	0%
Primario privado licitaciones	-	0%	-	0%
Primario público licitaciones	-	0%	-	0%
Primario público otros	792,315,000	16%	-	0%
Secundario privado	116,000	0%	-	0%
Secundario público	-	0%	3,168,000	100%
Secundario público inyección de liquidez	3,000,000,000	61%	-	0%
Reportos	1,128,210,841	23%	-	0%
Total	4,924,775,641	100%	3,168,000	100%

Fuente Bolsa de Valores Nacional

¹²³ *Loc. cit.*

Con respecto a derivados financieros, el único producto listado en la BVN, es el futuro de divisa, sin embargo, según reportes no existe ninguna transacción reportada a la fecha, por lo que se determina que dentro del mercado regulado no se tienen derivados que se comercialien en el país.¹²⁴

Con relación a acciones listadas en oferta pública dentro del mercado primario, únicamente se encuentran listadas tres emisiones:

**Acciones Listadas en Oferta Pública en Mercado Primario
a mayo 2015**

Emisor	Código	Serie	Moneda	Acciones	Tipo	Precio	V/nominal	Dividendo
Inversiones Linoleo, S.A.	APINOLEO	UN	Dólar	209	Preferente	1,000	1,000	7.45%
Inversiones preferentes, S.A.	APREFERENTES	UN	Dólar	245	Preferente	1,000	1,000	7.45%
Sociedad e Inversión Guatemalteca	AGUATEFONDO	UN	Dólar	21693	Común	25,000	25,000	0.00%

Fuente Bolsa de Valores Nacional

Adicional al mercado de acciones, se tienen emisiones de bonos listados en BVN:

Títulos listados en Oferta Pública en mercado primario

Emisor	Código	Serie	Moneda	Disponibilidad	Plazo	Tasa	Tipo de tasa
Arrendadora Centroamericana, S.A.	PARRENDA1	AMZ	Quetzal	25,000	365	7.0%	Variable
Arrendadora Centroamericana, S.A.	PARRENDA2	GQ	Dólar	3,000	369	5.5%	Variable
Comercial Administradora, S.A.	PCASA2	BE	Quetzal	10,000	365	6.0%	Fija
Comercial Administradora, S.A.	<	CG	Quetzal	90,000	1082	8.0%	Fija
Comercial Administradora, S.A.	PCASA2	CH	Quetzal	6,000	734	8.0%	Fija
Comercial Administradora, S.A.	PCASA2	CI	Quetzal	74,000	370	7.0%	Fija
Comercial Administradora, S.A.	PCASA2	JD	Quetzal	75,000	731	7.0%	Fija
Comercial Administradora, S.A.	PCASA2	JH	Quetzal	10,000	1803	8.5%	Fija
Comercial Administradora, S.A.	PCASA2	HA	Dólar	4,000	734	5.8%	Fija
Contecnica, S.A.	PBICREDIT	PJ	Quetzal	24,000	421	6.5%	Fija
G&T Continental, S.A.	PG&TCONTI3	CZ	Quetzal	46,000	135	5.5%	Variable
G&T Continental, S.A.	PG&TCONTI3	DJ	Quetzal	80,000	365	4.0%	Variable

Fuente Bolsa de Valores Nacional

La diferencia principal entre mercados organizados y no organizados es que en un mercado organizado el producto es estándar mientras que en el no organizado es un traje a la medida, así como que en el mercado organizado no existe riesgo de contraparte entre oferente y demandante.¹²⁵

¹²⁴ *Loc. cit.*

¹²⁵ *Loc. cit.*

4.2. Ventajas y desventajas

Los derivados financieros en Guatemala que se han logrado utilizar son escasos, sin embargo en un mercado organizado de lograrse su desarrollo el contrato por ser estándar es fácil de suscribir. Las desventajas dependen de la naturaleza del contrato, surge cuando los activos subyacentes no están bien confeccionados, lo cual es uno de los principales riesgos para el desarrollo del contrato de futuro. El instrumento debe permitir un calce comercial y se debe tener garantías suficientes y adecuadas para los clientes.¹²⁶

Otra desventaja surge del poco conocimiento de la población en cuanto al uso de estos instrumentos, lo que dificulta su comercialización porque se considera productos complejos. Adicionalmente los juzgados de país no están preparados para dirimir un conflicto con contratos de derivados financieros. Recurso humano capacitado se hace necesario para el manejo de estos contratos en mercados organizados. El trato fiscal es otro inconveniente que puede surgir.¹²⁷

La BVN cobra una comisión u honorario (denominado fee) a las Casas de Bolsas autorizadas para operar en el mercado Nacional, quienes a su vez tienen tarifas establecidas para emitir este tipo de contratos con sus clientes, entre oferentes y demandantes.¹²⁸

En general, resumiendo algunos de los principales aspectos ventajosos de los mercados OTC, precisamente manifiestan su alta flexibilidad en lugar, precio y ajuste a las necesidades de las partes, mientras que sus mayores desventaja están vinculadas a la escasa liquidez, ya que el contrato regularmente sólo se puede realizar hasta su vencimiento, así también que el comprador asume el riesgo de insolvencia, sin la existencia de una cámara que lo absorba.¹²⁹

¹²⁶ *Loc. cit.*

¹²⁷ *Loc. cit.*

¹²⁸ *Loc. cit.*

¹²⁹ *Loc. cit.*

Por su parte los mercados organizados ofrecen un flujo de información transparente en la demanda y oferta de los contratos, así como sus cotizaciones, además de que por estar regulados, éstos son homogéneos y poseedores de una garantizada liquidez, mientras que sus desventajas son vinculadas al mayor coste de transacción por financiación y mayores márgenes.

De existir ambos mercados (organizado y OTC), es más seguro, fácil y rápido tomar y cerrar posiciones en los organizados, mientras que los mercados OTC proporcionan una cobertura mejor, ya que es a la medida, a pesar de asumir el riesgo de contraparte.

4.3. Riesgos para oferentes y demandantes

Casi todas las inversiones son inciertas. Por tanto, aunque todos los inversores desean ganar la máxima tasa de rentabilidad posible, también intentan evitar el riesgo. No resulta sorprendente que al final las inversiones que ofrecen mayores rentabilidades impongan los mayores riesgos. Esta es la relación riesgo-rentabilidad. Describimos el deseo de aceptar mayor riesgo para conseguir mayores rentabilidades esperadas, como la **tolerancia al riesgo** del inversor, del mismo modo podemos describir las actitudes frente al riesgo utilizando el concepto de **aversión al riesgo** para hacer referencia al inversor que no desea correr riesgos.¹³⁰

La BVN, tiene un cámara de compensación, la cual para su creación se basó en cómo opera en el estado de Chicago otras Bolsas de Valores como la CBOT, utilizando actualmente el mismo reglamento de operación. En esta cámara se da la novación, se interpone entre las partes, entre el oferente y la cámara y el comprador

¹³⁰ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op.Cit.*, Pág.436.

y la cámara, para realizar la intermediación. Esto con la finalidad de mitigar el riesgo de contraparte.¹³¹

Otro riesgo puede surgir por una mala asesoría del agente de bolsa, lo que podría originar una pérdida de posición ya sea para el oferente o el demandante, ya que es una operación suma cero, donde una persona gana lo que pierde la otra y viceversa, hasta por el monto o valor del fee que se haya gestionado la transacción.¹³²

Mientras no se desarrollen productos de corto plazo que puedan ser utilizados como activos subyacentes, por ejemplo, certiletras, bonos del tesoro a plazos, por ejemplo de tres meses, las expectativas a futuro del desarrollo de derivados como el contrato de futuro se ven limitadas para el mercado guatemalteco.¹³³

Los riesgos que asumen oferentes y demandantes de los contratos de derivados financieros no agregan alguna tipología nueva de riesgos de los ya conocidos y gestionados actualmente. La contratación de productos derivados implica, para las partes del contrato, asumir los riesgos financieros correspondientes al producto. No se debe olvidar que los derivados son productos sofisticados que, cuando no son utilizados en cobertura y/o si además no se domina y controla de forma adecuada su gestión, pueden comportar pérdidas inesperadas importantes debido al alto grado de apalancamiento financiero que suelen tener.¹³⁴

Los inversores, así como los gestores de estas transacciones financieras, deben tener muy en cuenta los riesgos que de forma inherente se adquieren. En general, se puede decir que en la operativa con productos derivados las partes pueden

¹³¹ Conocimientos y experiencias propias. *Op. cit.*

¹³² *Loc. cit.*

¹³³ *Loc. cit.*

¹³⁴ *Loc. cit.*

incurrir en los riesgos fundamentales: de contraparte, liquidez, operacionales, jurídicos, de mercado, etc.¹³⁵

4.3.1 Riesgo de contraparte: Se refiere a la capacidad o intención de la contraparte de cumplir con sus obligaciones financieras contraídas, en cualquier momento de la vida del contrato, incluida la liquidación o entrega de sus obligaciones financieras (en efectivo o en títulos) al vencimiento del contrato.¹³⁶

4.3.2 Riesgo país: Este riesgo comprende el riesgo soberano asumido con los estados o entidades garantizadas por éstos, el riesgo de transferencia en el que incurren los acreedores extranjeros de los residentes en un país por un deterioro de la capacidad de dicho país para atender sus deudas o por carecer de la divisa para realizar los pagos; y otros riesgos derivados de la actividad financiera internacional como situaciones de guerra, revolución, catástrofes; acontecimientos políticos o económicos graves, de inseguridad jurídica en las transacciones y los pagos, etc.¹³⁷

4.3.3 Riesgo de liquidez: Un nivel adecuado de liquidez se define como tener los suficientes fondos disponibles para repagar completamente todas sus obligaciones según los vencimientos.¹³⁸ El riesgo de liquidez en la negociación de productos derivados está ligado a otros tipos de riesgos:

4.3.3.a Riesgo de liquidez de mercado: Se produce cuando, por condiciones en los mercados financieros, no es posible deshacer o cerrar una posición de riesgo sin impactar en el precio de mercado o en el coste de la transacción.

¹³⁵ *Loc. cit.*

¹³⁶ Riesgo de crédito de contraparte en Basilea III. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. https://www.bis.org/publ/bcbs209_es.pdf. Fecha de consulta 23 de mayo de 2015.

¹³⁷ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op. Cit.*, p.p.526-528.

¹³⁸ Estrada Villalta, Ricardo Axuan. Tesis Organización de la Administración de Riesgos en los Bancos Privados Nacionales. Universidad Rafael Landívar. Guatemala, junio 2004. Pág. 34.

4.3.3.b Riesgo de liquidez de financiación: Esta se produce ante la incapacidad para financiarse en el mercado financiero, debido a un desfase temporal en los flujos de caja o necesidades imprevistas de tesorería o de liquidez.

4.3.4 Riesgo de crédito: Es la posibilidad de pérdida como consecuencia de que la contraparte de la operación incumpla, en tiempo y forma, las obligaciones contractuales acordadas en la transacción. En las operaciones de derivados, este riesgo se mide por la suma del coste de reemplazamiento de la operación o posición, más una estimación del riesgo potencial futuro debido a variaciones del mercado.

4.3.5 Riesgos operacionales y jurídicos: La posibilidad que se produzca una pérdida financiera debido a acontecimientos inesperados en el entorno operativo y tecnológico. En el concepto de riesgo operativo se agrupan variedad de riesgos relacionados con aspectos diversos, tales como: deficiencias de control interno, procedimientos inadecuados, errores humanos y fraudes, fallos en sistemas informáticos, situaciones legales.¹³⁹

4.3.6 Riesgos de mercado: El riesgo de mercado tiene relación con la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de las variaciones en el valor de la operación o en las posiciones mantenidas. El valor de las operaciones depende fundamentalmente de las cotizaciones de los activos subyacentes en cada operación y, a su vez, éstas de la evolución de los mercados financieros, de la situación económica mundial y de las circunstancias políticas dentro de cada país. Este riesgo se mide mediante la estimación del valor en riesgo (*Value at Risk*) o pérdida potencial en el valor de la cartera que resultaría de la variación de los factores de mercado,

¹³⁹ *Ibid.*, Pág.36.

considerando un determinado nivel de certeza estadística y un horizonte temporal determinado. En la variación del valor de los productos derivados influyen, principalmente, los siguientes tipos de riesgos de mercado:

4.3.6.a Riesgo de precio: Producido por las variaciones en los precios del activo subyacente pueden afectar negativamente al valor de un instrumento financiero o a una cartera.

4.3.6.b Riesgo de volatilidad: Por la sensibilidad del valor de la cartera a los cambios en la volatilidad de los factores de riesgo.

4.3.6.c Riesgo de correlación: El riesgo que la correlación entre dos posiciones cambie repentinamente. Una caída repentina en la correlación podría dar como resultado un aumento del riesgo.

En la variación de las cotizaciones o del valor del instrumento financiero influyen, alguno o una combinación, de los siguientes factores de riesgo: Tipos de cambio; Tipos de interés; Tasas de inflación; Precios de valores de renta fija; Precios de valores de renta variable y sus dividendos; Precios de materias primas o bienes.

Sin embargo, los derivados a veces pueden reempaquetar los riesgos en formas bastante complejas. Esto puede resultar en una mala comprensión de la exposición a estos riesgos y a una mala fijación de precios. Los derivados pueden permitirle a los bancos aceptar grandes exposiciones a los riesgos de mercado a cambio de desembolsos iniciales de efectivo relativamente pequeños. Esto se conoce como efecto de apalancamiento.¹⁴⁰

¹⁴⁰ *Loc. cit.*

4.3. Contratos en mercado no organizado

4.4.1 Contrato *Forward* de compra de divisas.

Un contrato *forward* es un acuerdo entre dos partes, hecho a la medida de sus necesidades, para aceptar o realizar la entrega de una cantidad específica de un producto o subyacente con especificaciones definidas en cuanto al precio, fecha, lugar y forma de entrega. Generalmente, en la fecha en que se realiza el contrato no hay intercambio de flujo de dinero entre las partes.¹⁴¹

Desde el punto de vista contable, un *forward* es un juego que tiende a ser de suma cero ya que en el momento de valorar el contrato contra el mercado una de las partes registra ganancia, mientras que la otra registra una pérdida de igual magnitud.¹⁴²

Las siguientes son las características que identifican un contrato *forward*: a) No exige ningún desembolso inicial de dinero, ya que el precio lo fijan las dos partes de mutuo acuerdo. Esta característica hace atractivo este instrumento porque para contratarlo solamente se requiere de una o dos llamadas telefónicas y después se legaliza con un contrato por escrito, generalmente vía medios electrónicos; b) Únicamente al vencimiento del contrato hay un solo flujo de dinero a favor del "ganador". Por lo tanto, el valor del contrato tan solo se define al final. c) El *forward* no permite cancelar el contrato antes de su vencimiento, como se pacta al inicio así se finaliza.¹⁴³

El contrato *forward* no es negociable después del cierre porque no existen mercados secundarios donde puedan negociarse. Únicamente los forwards de tipo de interés pueden ser transferidos. Los *forwards* de divisas, no son

¹⁴¹ Valorización de Derivados. Viviana Fernández M. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile. Año 1999. http://www.economia.puc.cl/docs/trd_64.pdf. Fecha de consulta 8 de junio de 2013.

¹⁴² *Loc. cit.*

¹⁴³ *Loc. cit.*

transferibles y generalmente se espera que al vencimiento se liquiden con la entrega efectiva de las divisas convenidas. El riesgo de contraparte en un contrato *forward* puede llegar a ser bastante grande y además, es siempre bilateral: el "perdedor" puede ser cualquiera de las dos partes.

Se presenta modelo del contrato *forward* en Anexo II.

4.4.2 Contrato *Hedge* o de cobertura

En la práctica, una empresa o institución financiera que emite un derivado necesita protegerse del riesgo que involucra su posición. Si escribimos, por ejemplo, una opción contamos con dos alternativas de cobertura de riesgo: i) adquirir la opción en el mercado si está disponible, o ii) formar un portafolio que replique su valor. La alternativa i) representa una cobertura perfecta puesto que, si la opción emitida es ejercida en nuestra contra, inmediatamente ejercemos nuestra posición larga en dicha opción. Dicha estrategia de cobertura de riesgo, sin embargo, no involucra ganancias, a menos que la opción emitida estuviera sobrevalorada, y en general, no es viable cuando involucra una opción exótica OTC. Por lo tanto, la alternativa ii) es la de uso más frecuente en la práctica.¹⁴⁴

Una estrategia posible es simplemente no cubrirse del riesgo. Tal estrategia se denomina "posición descubierta", *naked position*. Sin embargo, una posición descubierta funciona bien si el precio, por ejemplo, una acción está por debajo del precio de ejercicio de la opción. Una estrategia alternativa es la "posición cubierta", *covered position*. Esta involucra comprar acciones tan pronto como la acción es vendida. En consecuencia, ninguna de estas estrategias proporciona una cobertura satisfactoria de riesgo.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Valorización de Derivados. Los Collars. Viviana Fernández. Santiago, Chile. Año 1999. http://www.economia.puc.cl/docs/trd_64.pdf Fecha de consulta 8 de junio de 2013.

¹⁴⁵ *Ibid.*, Pág. 79.

Otra alternativa es la estrategia de comprar-vender (stop-loss strategy). A fin de ilustrar esta estrategia, supongamos que una institución financiera emite una opción de compra europea de una acción con precio de ejercicio de K y vencimiento en T , y desea cubrirse del riesgo asociado con su posición. La estrategia de comprar-vender consiste en comprar la acción tan pronto como su precio supere a K y venderla tan pronto como caiga por debajo de K .¹⁴⁶

Los agentes que participan en el mercado de opciones generalmente utilizan técnicas de cobertura de riesgo más sofisticadas que la estrategia de comprar-vender. En primer término, se intenta hacer el portafolio inmune a pequeños cambios en el precio del activo subyacente en intervalos de tiempo pequeños.¹⁴⁷

En un contexto de imperfecciones de mercado, se desarrollaron las teorías sobre cobertura, que sostienen que esta crea valor al reducir asimetrías informativas y problemas de subinversión, la probabilidad y costes de insolvencia financiera y el pago esperado de impuestos, esto es, favorecer una reducción en la volatilidad del flujo de caja esperado. Al mismo tiempo deben considerarse el nivel de exposición al riesgo, la aversión al riesgo de los directivos y los costes asociados al diseño e implantación de la cobertura.¹⁴⁸

A continuación, se sintetizan los principales determinantes de cobertura identificados en la literatura académica, los cuales constituyen la base del análisis empírico posterior.

- Asimetrías informativas y problemas de subinversión: La existencia de asimetrías informativas puede favorecer la cobertura ya que ésta permite su reducción y, de este modo, favorece el acceso a financiación externa en mejores condiciones. En particular, deben considerarse los conflictos de intereses que, ante una posible situación de insolvencia, quizá surjan entre

¹⁴⁶ *Ibid.*, Pág. 80.

¹⁴⁷ *Loc. cit.*

¹⁴⁸ *Loc. cit.*

accionistas y acreedores fruto de las asimetrías informativas. Los acreedores demandaran más o mejores condiciones (más garantías, mayores tipos de interés) para la concesión de nueva financiación cuando la empresa tiene una probabilidad de insolvencia alta, por ejemplo, porque ya tiene un nivel de endeudamiento elevado. Ello es debido a que si la empresa quiebra, sus derechos serian satisfechos con un valor de la empresa muy mermado por las cargas financieras. Esta situación también provoca una menor expectativa de ganancias por parte del accionariado, que ve como estas irían a manos de los acreedores en su gran mayoría y de modo preferente. Todo ello puede derivar en comportamientos oportunistas, como por ejemplo la subinversión, a través de los cuales los accionistas logren satisfacer sus intereses particulares a costa de los intereses de los acreedores. El problema de subinversión se agrava cuando el acceso a la financiación externa es difícil o costoso y, al mismo tiempo, la empresa tiene proyectos de inversión rentables porque se encuentra en un mercado con importantes oportunidades de crecimiento. Los accionistas renuncian a estos proyectos porque sus beneficios potenciales deben repartirse con los acreedores que tienen preferencia sobre el capital. Los prestamistas también renuncian a aportar financiación, por el mayor riesgo de insolvencia derivado de un más alto endeudamiento empresarial y por la incertidumbre respecto a los flujos futuros del proyecto. Dada esta situación, la cobertura cambiaria es beneficiosa porque reduce la variabilidad en los flujos de caja futuros permitiendo superar estos problemas de acceso a la financiación y, como resultado, contribuye a paliar el problema de subinversión.¹⁴⁹

- Costos de insolvencia financiera: El incumplimiento de obligaciones financieras por problemas de liquidez provoca situaciones de insolvencia con los consiguientes costes. La cobertura puede reducirlos porque minimiza la varianza del valor de la empresa y así la probabilidad de alcanzar una

¹⁴⁹ *Loc. cit.*

situación de insolvencia. Ahora bien, la disponibilidad de fondos internos provoca una menor probabilidad de insolvencia que, por tanto, puede reducir la necesidad de cobertura para este fin.

- **Fiscalidad:** La cobertura puede reducir el pago esperado de impuestos cuando la función impositiva es convexa, debido a que minora la volatilidad de los resultados empresariales futuros que constituyen la referencia para cuantificar este desembolso. Una mayor convexidad de la función impositiva debería conducir a una mayor probabilidad de cobertura. La convexidad fiscal se produce cuando la empresa se enfrenta a un sistema impositivo de carácter progresivo o sujeto a la posibilidad de compensar pérdidas en ejercicios posteriores u obtener deducciones fiscales.
- **Aversión al riesgo de los directivos:** Los directivos adversos al riesgo son más propensos a la cobertura si su riqueza y capital humano están concentrados en las empresas que gestionan, y el costo de la cobertura por su cuenta es mayor que a través de la empresa. Además, la cobertura incrementa el contenido informativo de los beneficios como una señal de las capacidades y calidad de los directivos en su labor gestora.
- **Exposición al riesgo y economías de escala:** Una de las motivaciones inherentes a toda cobertura es la minimización de la exposición al riesgo. En el ámbito cambiario, este sería el caso de empresas con operaciones comerciales o filiales en mercados exteriores. También hay un consenso que apoya la existencia de importantes economías de escala en el diseño e implantación de un programa de cobertura. Estas derivan de los altos costos fijos asociados, por ejemplo, con la disponibilidad de trabajadores cualificados y el desarrollo de estrategias de cobertura.

- Otros instrumentos de cobertura: Existe una amplia gama de productos y técnicas de cobertura. En la literatura Financiera son sobretodo dos los medios de cobertura alternativos a la deuda en divisa: los derivados y las técnicas operativas. Respecto a los primeros, se ha prestado especial atención a la relación que existe entre estos y la deuda en divisa, no llegando a resultados unánimes. Una relación de complementariedad confirmaría el planteamiento académico que considera más apropiados los derivados para la exposición a corto plazo y la deuda en divisa para la de largo plazo.

Ahora bien, no todos los derivados pueden sustituir de igual modo a la deuda en divisa. Los seguros de cambio, opciones y futuros son más apropiados para la cobertura a corto plazo, mientras los swaps sobre divisas para el largo plazo, así como para la deuda en divisa. Un swap puede ser utilizado para cambiar deuda en divisa a la moneda local u otra divisa, o para traducir deuda en moneda doméstica a una divisa. Por tanto, el swap no tiene por qué constituir una cobertura complementaria o sustitutiva del uso de la deuda en divisa per se. Una empresa que emplea un swap para trasladar deuda en divisa a la moneda doméstica, los considera complementario. Si el swap es utilizado para trasladar deuda doméstica o en divisa a otra divisa, sería considerado sustitutivo.

Respecto a la cobertura operativa, ha sido poco analizada porque la obtención de la información necesaria y su medición es compleja. Esta se refiere a aquellas técnicas que no usan productos financieros, siendo frecuente que se asimile a la diversificación geográfica de la actividad. Una modificación del tipo de cambio para una empresa con operaciones ampliamente diversificadas en el ámbito internacional, puede derivar en un incremento de su competitividad en ciertos mercados y un descenso en otros. Ante esta situación, la empresa puede canalizar una mayor producción hacia los mercados donde goza de mayor competitividad, minimizando su presencia en aquellos donde esta es más reducida. Por tanto, esta diversificación implica que la redefinición de ciertos parámetros estratégicos

(ventas, localización de infraestructura o fuentes de aprovisionamiento) actúe como cobertura, teniendo una orientación al largo plazo como la deuda en divisa.

Se presenta modelo del contrato Hedge en Anexo III.

CONCLUSIONES

- Un derivado financiero, dentro de un mercado organizado o no organizado, manejado adecuadamente permite reducir los riesgos en operaciones de compra venta de bienes y servicios para oferentes y demandantes, lo que reduce los riesgos económicos y financieros.
- El usar derivados financieros reduce los riesgos en actividades comerciales y financieras, sin embargo siempre origina una pérdida para una de las partes (oferentes o demandantes), por lo que tener una entidad que ejerza supervisión, así como exista regulación para derivados financieros permite reducir los riesgos de contraparte.
- La presente investigación cumple con el objetivo de dar a conocer que son y cómo se comercializan los derivados financieros en un mercado organizado y en un mercado no organizado -OTC-, sin embargo, se concluye que los derivados financieros son de muy poco conocimiento y casi nula utilización en el mercado guatemalteco.
- Los escasos derivados financieros que se comercializan en el mercado guatemalteco, operan en el mercado no organizado por medio de contratos entre oferentes y demandantes, por lo que su uso se limita a la suscripción de contrarros que muchas veces son simples acuerdos entre partes.
- La diferencia en la comercialización de derivados financieros en mercados organizados y no organizados radica en que los primeros son comercializados por medio de casas de bolsa o entidades reguladas, donde setienen reglas claras, tarifas definidas, cámara de compensación y donde se establecen las penalidades por incumplimiento, mientras que en mercados no organizados se

tiene el riesgo de contraparte ante posible incumplimiento, así como la falta de un marco regulatorio.

- Las ventajas y desventajas de comercializar derivados financieros en un mercado organizado o en un mercado no organizado -OTC-, radica en que el primero está debidamente regulado para operar, teniéndose garantía de liquidez para hacer efectivo el instrumento, contándose además con información transparente entre oferta y demanda, mientras que en un mercado OTC la ventaja es que se ajusta a la necesidad de las partes, no teniendo costos por intermediación, pero el comprador o vendedor asumen un riesgo de contraparte, así como probablemente no se tenga la liquidez suficiente para concluir la negociación.
- El utilizar contratos para uso de derivados financieros, tanto para mercado organizado, como para mercado no organizado, permite reducir el riesgo de incumplimiento, por lo que se debe hacer esfuerzos para que los profesionales del derecho tengan conocimiento de este tipo de instrumentos y su debida formalización.

RECOMENDACIONES

- Las autoridades gubernamentales que procuran el desarrollo económico en el país deben dar a conocer que es un derivado financiero, su comercialización y formalización, por lo que se hace necesario planes de educación en Mercado de Capitales, tanto para profesionales dedicados al sector financiero en el país, como para profesionales laborando en entidades públicas y autónomas como lo son Ministerio de Economía, Ministerio de Finanzas Públicas, Banco de Guatemala, Superintendencia de Bancos, Junta Monetaria, que comprendan la importancia de contar con un mercado de capitales desarrollado.
- A la Junta Monetaria, Ministerio de Economía y entidades relacionadas se les debe exhortar a aprobar un marco regulatorio, crear o delegar una entidad supervisora, así como adoptar normas internacionales de información financiera que permitan la contabilización adecuada de instrumentos financieros, ya que conllevan la valuación de portafolios de inversión o de derivados financieros. Se debe crear una entidad local que se dedique a la administración y regulación de derivados financieros, tanto para el mercado regulado como en el mercado OTC, como Asociación de Emisores de Derivados Financieros en el país, que genere los contrato marco y proyectos de hojas de términos para describir las condiciones en la compra venta de derivados financieros.
- El Sistema Financiero Nacional, la Bolsa de Valores Nacional, S.A., y los potenciales inversionistas, para aprovechar las ventajas de los derivados financieros, se debe desarrollar el mercado secundario para comercialización de instrumentos financieros, que permitan reposicionar la liquidez de inversionistas que adquieren estos instrumentos en mercados primarios, adicionalmente la BVN, debe crear los instrumento financieros (derivados) de

forma estándar, que permitan mitigar riesgos de distintas índoles, generando las condiciones iniciales para el desarrollo de un mercado de opciones, coberturas y derivados.

- Los profesionales del derecho deben conocer y promover la utilización de los contratos derivados financieros en el mercado guatemalteco, para poder expandir su uso, dando a conocer cuáles son las ventajas de su utilización.

REFERENCIAS

Bibliograficas

- Bossu, Sébastien and Henrotte, Philippe. An introduction to equity derivatives. Theory and practice. Editorial: John Wiley & Sons, Inc. Fecha de edición 2012. New York, USA.
- Cabanellas de las Cuevas, Guillermo. Mercado de Capitales. Buenos Aires, Argentina. Editorial Heliasta, S.R.L. año 2009.
- Jaime García Neumann. Localización Via Inveniendi et Ludicandi, ISSN 1909-0528. No. 11. Año 2010.
- Lawrence J. Gitman. Principios de Administración Financiera. 8ª Edición. Editorial Prentice Hall, México. Año 2000.
- Hernández Hernández, Francisco Gabriel. Los Contratos de Futuros. Ediciones Pirámide, S.A. 1ª Edición. Año 2003.
- Merton H. Miller, premio Nobel de Economía. Los Mercados de Derivados. 1ª Edición. Año 1999.
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales -IAMC-. Mercado de Capitales. Posgrado en especialización de Mercado de Capitales. Grupo Editorial. Año 2010.
- Guillermo Cabanellas de las Cuevas (Dir), Gabriel de Reina Tartière (Coord). Mercado de Capitales. Editorial Heliasta, S.R.L. Año 2009.
- George G. Szpiro. Pricing the future. Editorial Basic Books. Edición 2011. New York, USA.
- Santiago de Cárdenas. Uso y beneficios de una cámara de compensación de derivados – Mercado de Derivados. Bogotá, Colombia. Año 1998.
- Tosi Ramiro y otros. Mercado de Capitales, Manual para no especialistas. Buenos Aires, Argentina. Editorial Temas. 3ª Edición. Año 2010.
- Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Principios de las Inversiones. Madrid, España. 5ª Edición, año 2004.

Electrónicas

- Activa Anima tus Finanzas. Dan Perry. Tipos de derivados financieros. España, 2008. <http://www.actibva.com/magazine/productos-financieros/tipos-de-derivados-financieros>. Fecha de consulta, 20 de abril de 2013.
- Agentes Económicos. La Gran Enciclopedia de la Economía, Madrid, España. Año 2012. <http://www.economia48.com/spa/d/agentes-economicos/agentes-economicos.htm>. Fecha de consulta 20 de abril 2013.
- Análisis Económico. Hedge Funds y Riesgo Sistémico: análisis de la probabilidad de quiebra de los fondos de inversión libre. México D.F. Año 2009. <http://www.analysiseconomico.com.mx/pdf/5703.pdf>. Fecha de consulta 23 de mayo 2013.
- Asociación Internacional de Swaps y Derivados. <http://www2.isda.org>. Fecha de consulta 23 de mayo 2013.
- Mercados Financieros. Martín López y Oliver Alfonso. Los Mercados de Derivados. España, año 2008. <http://asignatura.us.es/amerfin/tema5MF0708.pdf> Fecha de consulta 20 de abril de 2013.
- Riesgo de crédito de contraparte en Basilea III. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. https://www.bis.org/publ/bcbs209_es.pdf. Fecha de consulta 23 de mayo de 2013.
- Valorización de Derivados. Viviana Fernández M. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile. Año 1999. http://www.economia.puc.cl/docs/trd_64.pdf. Fecha de consulta 8 de junio de 2013.

Otras referencias

- Estrada Villalta, Ricardo Axuan. Tesis Organización de la Administración de Riesgos en los Bancos Privados Nacionales. Universidad Rafael Landívar. Guatemala, junio 2004. Pág.34
- Conocimientos y experiencias propias en mi profesión de Gerente General de un puesto de bolsa, Director de Operaciones, Director de Finanzas, Director de Riesgos, Director de Créditos en entidades financieras a nivel nacional, durante los últimos 20 años.

ANEXOS

I. Cuadros de cotejo

a) Diferencias entre derivados negociados en mercado organizado y OTC

	Características	Organizados	OTC
Diferencias	Terminos de contratos	Estandarizados	A la medida
	Lugar de mercado	Mercado específico	Cualquiera
	Fijación de precios	Cotización abierta	Entre las partes
	Fluctuación de precios	Existen límites	Libre
	Relación entre comprador y vendedor	Camara de compensación	Directa
	Depósito en garantía	Prima para vendedor / comprador	No usual
	Calidad de la cobertura	Aproximada	A medida
	Riesgo de contraparte	Lo asume la camará	Comprador o vendedor
	Seguimiento de posiciones	Bolsa de valores	Exige medio especializado
	Regulación	Regulación externa y autoregulaci	No regulación en general
	Liquidez	Amplia	Escasa

b) Ventajas y desventajas en mercado organizado y OTC

	Características	Organizados	OTC
Ventajas	Existe regulación que normaliza contrato	x	
	Liquidación en camara de compensación	x	
	Garantiza liquidez	x	
	Información transparente de oferta y demanda	x	
	Ajustado a la necesidad de las partes		x
	No requiere de un mercado establecido		x
	Sin costo de intermediación		x
	El precio de la opción se negocia		x
	Sin límites en sus clausulas		x
Desventaja	Mayor coste de transacción	x	
	Precio establecido en subasta	x	
	Escasa liquidez		x
	Riesgo de contraparte (incumplimiento)		x
	Riesgo de insolvencia		x

c) Productos que se comercializan

	Producto	Organizados	OTC
Mercado	Swaps	x	x
	Forwards	x	
	Futuros	x	x
	Opciones	x	
	Collar	x	
	Warrant	x	

II. Modelo de contrato Forward:

No 00000

Guatemala, xx de xxxxx de 2,01x

Señores: SUPER DE ALIMENTOS, S.A.

REF: Contrato Forward de Compra de Divisas

Posición Vendedora: SUPER DE ALIMENTOS, S.A.

Posición Compradora: ENTIDAD FINANCIERA X

ENTIDAD FINANCIERA X ha convenido hoy con SUPER DE ALIMENTOS, S.A., que el día xx de xxxxx de 201x ENTIDAD FINANCIERA X comprará a SUPER DE ALIMENTOS, S.A. la cantidad de CINCUENTA MIL DOLARES (USD 50.000,00) de los Estados Unidos de América a un precio de OCHO QUETZALEZ EXACTOS (8.00) por cada dólar. El día xx de xxxx de 201x ENTIDAD FINANCIERA X, pagará por dicha operación a SUPER DE ALIMENTOS, S.A., la suma de CUATROCIENTOS MIL QUETZALES (Q 400,000) en moneda legal guatemalteca y ENTIDAD FINANCIERA X deberá recibir de SUPER DE ALIMENTOS, S.A., los dólares comprados. El cumplimiento de esta obligación es de carácter irrevocable. Si se presenta incumplimiento de este contrato por cualquiera de las partes,

originado en casos de fuerza mayor o caso fortuito (actos de autoridad, leyes, decretos o normas, motines, conmociones, etc.), cada parte se obliga a reconocer en favor de la otra, si hubiere lugar, las sumas resultantes, luego de aplicar la siguiente fórmula de compensación, así: “En caso de que la tasa Representativa del mercado del día fuere superior a la tasa de cambio aquí convenida, SUPER DE ALIMENTOS, S.A. pagará a ENTIDAD FINANCIERA X el día la diferencia en pesos resultante, multiplicada por el número de unidades en moneda extranjera vendidas”. En caso de que la tasa Representativa del mercado del día fuere menor a la tasa de cambio aquí convenida, ENTIDAD FINANCIERA X pagará a SUPER DE ALIMENTOS, S.A. la diferencia en quetzales resultante, multiplicada por el número de unidades en moneda extranjera vendidas.

Este convenio está exento del impuesto de timbre de conformidad con el Decreto XXX de 199x. En señal de aceptación se firma por las partes, en la ciudad de Guatemala, a los xx días del mes de xxxxx de 201x. El presente documento se extiende en dos ejemplares firmados autógrafamente con igual valor de original, destinados a cada una de las partes.

SUPER DE ALIMENTOS, S. A.
Representante Legal.

ENTIDAD FINANCIERA “X”
Representante Legal.

III. Modelo de contrato Hedge

No.000000

Guatemala, xxxxx de 201x

Estimados Señores:

El propósito de esta carta de acuerdo (esta "Confirmación") es confirmar los términos y condiciones de la Transacción que realizaremos en la Fecha de Negociación que se especifica abajo (la "Transacción"). Esta Confirmación constituye una "Confirmación" en la forma en cómo se hace referencia en el Acuerdo que se especifica abajo.

Las definiciones y disposiciones contenidas en las Definiciones de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados del 2006 (por sus siglas al inglés ISDA), (las "Definiciones del 2006"), las Definiciones de Derivados de Crédito ISDA 2003, con las modificaciones que se realizaron por el anexo de los Comités de Determinación de Derivados de Crédito ISDA 2009, sobre Pago por Remate y Reestructuración, (las "Definiciones de Derivados de Crédito") cada uno en la forma en que fue publicado por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados, Inc., y las Definiciones de Opciones de Moneda (las "Definiciones FX"), como fueron publicadas por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados, la Asociación Internacional de Comercializadores de Mercados Emergentes y el Comité de Cambio de Divisas (junto con las Definiciones del 2006 y las Definiciones de Derivados de Crédito, las "Definiciones") son incorporadas a esta Confirmación. En el caso de cualquier inconsistencia entre las Definiciones del 2006 y las Definiciones FX, regirán las Definiciones del 2006, pero las Definiciones FX regirán para las Disposiciones de Pago que se establecen más abajo. En el caso de cualquier inconsistencia entre las Definiciones y esta Confirmación, esta Confirmación regirá. Las referencias que aquí se hagan a "Transacción" se tendrán como realizadas en referencia a una "Transacción Swap" para los propósitos de las Definiciones ISDA 2006.

Hasta que ejecutemos debidamente y entreguemos un Acuerdo Marco junto con un Programa del mismo (en forma colectiva, el “Acuerdo a ser ejecutado”), esta Confirmación complementará, formará una parte de, y estará sujeta al Acuerdo Marco ISDA 1992 (Multidivisa-Transfronterizo), como si, en la Fecha de Negociación de esta Transacción, nosotros hubiéramos ejecutado una forma de ese acuerdo, como fue publicado por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados, Inc. (sin ningún programa a ello) complementado por los términos que se establecen bajo las Disposiciones del Acuerdo Estimado (dicho acuerdo, junto con los términos adicionales, el “Acuerdo Estimado”). Sobre la ejecución y entrega del Acuerdo a ser ejecutado, esta confirmación adicional, formará parte de, y estará sujeta a dicho Acuerdo a ser Ejecutado, y en el caso de cualquier inconsistencia entre el Acuerdo a ser Ejecutado y las disposiciones del Acuerdo Estimado, el Acuerdo a ser Ejecutado regirá independientemente de cualquier disposición del Acuerdo Estimado que sea contraria. Previo a dicha ejecución del Acuerdo a ser Ejecutado, cualquier referencia al “**Acuerdo**” se entenderá que hace referencia al Acuerdo Estimado y después de dicha ejecución se hará referencia al Acuerdo a ser Ejecutado. Sin perjuicio de cualquier disposición en contrario bajo cualquier Anexo de Apoyo Crediticio en el que formen parte en cualquier momento las partes, la exposición para los propósitos del Anexo de Apoyo Crediticio bajo el Acuerdo deberá ser determinado sin consideración a esta Transacción.

El Agente Bancario y la Contraparte declaran cada una a la otra que ha tomado parte de esta Transacción, tomando en consideración la asesoría fiscal, contable, legal y financiera que estimen necesaria y no por una opinión expresada por la otra parte.

Términos Generales:

Fecha de Negociación:

Fecha de entrada en vigencia:

Fecha de finalización: sujeto a los ajustes de acuerdo con la Convención del Día Hábil Siguiete Modificado y la fecha en que el evento crediticio ocurra y todas las Condiciones para Pago se hayan cumplido en la forma que se establece en las “Disposiciones relacionadas con el Crédito”.

Montos Fijos I:

Tasa Fija Pagador I: Contraparte

Monto en moneda: GTQ []

Fechas de pago: Cada [] y [], iniciando en [] 2013 y finalizando en la Fecha de Finalización, inclusive, en cada caso sujeto a ajuste de acuerdo con la Convención del Día Hábil Siguiete modificado y sujeto a lo que en adelante se establece.

Tasa Fija: %

Tasa Fija

Fracción computada: Actual/360

Intercambio Final:

Fecha de Intercambio Final: La Fecha de Finalización, sujeta a lo que se dispone a continuación.

Agente Bancario
Monto final de US \$

Contraparte
Monto final de GTQ

Agente de cálculo: AGENTE BANCARIO

Disposiciones de pago:

Moneda de Referencia: GTQ

Moneda de pago: USD

Pago: Sin entrega, con el efecto que cualquier monto de Moneda de Referencia que deba pagarse en adelante en una Fecha de Pago (“**Fecha de Pago en Moneda de Referencia**”) o una Fecha de Cambio (“**Fecha de Cambio de Divisas de Referencia**”) deberá convertirse en la Moneda de Pago por referencia a la Opción de Tasa de Pago en la Fecha de Valuación relevante. Todos los pagos (incluyendo los cambios) en adelante, deberán realizarse en la Moneda de Pago.

Opción de tasa en pago: Respecto a cualquier fecha, la tasa de cambio, expresada como el monto de quetzales de Guatemala (“GTQ”) por un dólar de los Estados Unidos, determinada por el Banco de Guatemala como la tasa de cambio para pagar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en quetzales de Guatemala, como se publica en el sitio web www.banguat.gob.gt en la Fecha de Valuación respectiva, o cualquier otra tasa de cambio adoptada por el Banco en Guatemala en sustitución de la misma. En el caso que la tasa de cambio anteriormente mencionada no estuviera disponible en dicha fecha, la Tasa de Cambio de Referencia deberá ser el promedio aritmético de la tasa de cambio interbancaria ofrecida obtenida en la Fecha de Valuación respectiva de las siguientes tres instituciones financieras: ¡Error! Referencia de hipervínculo no válida.

Fecha de Valuación: Significará la fecha que es, dos días hábiles previo a cada Fecha de Pago en Moneda de Referencia o a la Fecha de Cambio en Moneda de Referencia (cada una “**Fecha de Valuación Programada**”), y en el caso de un Día Festivo no Programado, sujeto a ajuste de acuerdo con la Convención del Día Siguiente Hábil.

Evento de Interrupción:

Alteración Precio Inicial:

Aplicable

Alternativa en caso de interrupción:

Determinación del Agente de Cálculo de la Tasa de Pago.

Definiciones Adicionales:

Definición de “No programado” Día Festivo: “Día Festivo no Programado” se refiere a que un día no es un día hábil y el Mercado no estaba consciente de ese hecho (por medio de un anuncio público, o por referencia a otra información disponible al público), hasta más tarde de las 9:00 a.m., hora local en los Principales Centros Financieros de la Moneda de Referencia, dos días hábiles previo a la Fecha de Valuación Programada.

Período de aplazamiento para Días festivos no programados: En el caso que la Fecha de Valuación Programada esté sujeta a la Convención del Día Hábil Siguiente, en el caso de un día festivo no programado, y si la Fecha de Valuación no ha ocurrido en o antes de 30 días consecutivos después de la Fecha de Valuación Programada (cualquiera de dichos períodos, un “**Período de Aplazamiento**”), en ese caso el día siguiente después del Período de Aplazamiento que hubiera sido un Día Hábil de no haber sido por el día festivo no programado, se tendrá como la Fecha de Valuación.

Aplazamiento de valuación por Alteración del Precio Inicial: “Aplazamiento de valuación” se refiere, para los propósitos de obtener una Tasa de Pago, que el tipo de cambio al contado sea determinado en el primer Día Hábil siguiente en que la alteración del precio inicial terminó de existir, a no ser que la alteración del precio inicial continúe existiendo (contado desde la fecha en que ocurrió la alteración del precio inicial, y la cual hubiera sido la Fecha de Valuación) por un número consecutivo de días calendario equivalente al Máximo de Días de Aplazamiento. En dicho caso, el tipo de cambio al contado será determinado en el día hábil siguiente al número de días máximo de aplazamiento, de acuerdo con la siguiente alternativa en caso de interrupción que sea aplicable.

Eventos Acumulados: Si perjuicio de ninguna disposición del presente que indique lo contrario, en ningún caso deberá ser el número total de días calendario consecutivos, durante los cuales (i) la valuación sea aplazada debido a un Día

Festivo No Programado, o (ii) Ocurra un aplazamiento de la valuación (o cualquier combinación de (i) y (ii), sea mayor al total de 30 días calendario consecutivos. En consecuencia, (x) si al transcurrir dicho período de 30 días, un día festivo no programado tiene lugar, o continúa al día siguiente de dicho período, en ese caso dicho día se tendrá como fecha de Valuación, y (y) si, al transcurrir el período de 30 días ocurre una alteración del precio inicial, o continúa al día siguiente a dicho período, en ese caso el Aplazamiento de Valuación no se aplicará y el tipo de cambio al contado será determinado de acuerdo a la alternativa en caso de interrupción.

Máximo de días de aplazamiento: Treinta (30) días calendario

Ajuste de fechas de pago y cambio: Si la fecha de la valuación respecto a una fecha de pago o una fecha de cambio no es la fecha de Valuación Programada respecto a dicha fecha de pago o Fecha de Cambio o si aplica el Aplazamiento de la Valuación, en ese caso la Fecha de Pago o Fecha de Cambio (como fuere aplicable) deberá ser tan pronto como sea practicable después que la tasa de cambio al contado sea determinada, pero no podrá ser después de dos días hábiles después que la tasa de cambio al contado relevante sea determinada. Además, si los pagos están programados para realizados por ambas partes en una Fecha de Pago [o Fecha de Cambio, y dicha fecha es ajustada debido a un Día Festivo No Programado o Postergación de la Valuación, de acuerdo con la anterior oración, en ese caso dicha Fecha de Pago o Fecha de Cambio (como fuere aplicable) será ajustada con respecto a los pagos de ambas partes. Para evitar duda, dicho ajuste no aplicará en relación con las Fechas de Finalización del Período (incluyendo la Fecha de Finalización) para el propósito de determinar los Períodos de Cálculo.

Días Hábiles (como se define en las Definiciones FX) para Fecha de Valuación:
Nueva York y Ciudad de Guatemala

Días Hábiles (como se define en las Definiciones 2006) para otros propósitos:
Nueva York y Ciudad de Guatemala

Cada parte reconoce que la otra parte, actuando en forma directa o a través de una filial, o sucursal, puede ser requerida para proporcionar una cotización o cotizaciones para el propósito de determinar el Precio más bajo de referencia y dicha cotización puede afectar, en forma material o de otra forma, el pago de esta Transacción.

Por favor confirme que lo anterior establece en forma correcta los términos de nuestro acuerdo al firmar y reenviar esta Confirmación.

Atentamente,

AGENTE BANCARIO

Por:

Nombre:

Puesto

Confirmado en la fecha escrita anteriormente:

CONTRAPARTE

Por:

Nombre:

Puesto:

GLOSARIO

Se presenta una lista de términos y sus definiciones, relacionados a los mercados de Derivados Financieros, que se encuentran contextualizadas en la presente investigación, los cuales es importante entender su significado.

1. **Broker:** Es un individuo o institución (agente de bolsa) que organiza las transacciones entre un comprador y un vendedor para ganar una comisión cuando se ejecute la operación.¹⁵⁰
2. **Collar:** Es una combinación de opciones sobre tipos de interés (variable) que tiene por objeto mitigar y reducir el coste de la cobertura (la prima) que tiene que pagar la empresa (comprador), a cambio de ceder parte del potencial de las ganancias a favor del vendedor del *collar*.¹⁵¹
3. **Collar cap:** Utilizadas en operaciones de préstamo, de forma que permite fijar un techo al coste de su financiación.¹⁵²
4. **Collar floor:** Utilizadas en operaciones de depósito, para fijar un piso a su inversión, en caso la tasa de interés fluctue.¹⁵³
5. **Contrato de futuro:** Contratos cuya función es fijar el precio actual del activo de referencia para ser pagado y entregado en una fecha futura, con la finalidad de reducir riesgos en los negocios a plazo.¹⁵⁴
6. **Contrato de opciones:** Las opciones otorgan a su poseedor el derecho (no la obligación) de comprar o vender un activo a un precio fijo, en un momento específico en el futuro.¹⁵⁵

¹⁵⁰ Santiago Cárdenas. *Op.cit.*, p.66.

¹⁵¹ Valorización de Derivados. Los Collars. *Op.cit.*

¹⁵² *Loc. cit.*

¹⁵³ *Loc. cit.*

¹⁵⁴ Biolatto, Dario. *Historia de los Mercados*. *Op. cit.*, pág.13.

¹⁵⁵ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op. cit.*, Pág.357.

7. **Dealer:** Es un mediador que actúa por cuenta propia en los mercados financieros, a diferencia de un bróker, que actúa en nombre de un inversor, vendiendo y comprando en el mercado de valores en función de las órdenes que recibe, el dealer no solo compra activos financieros para sus clientes, sino que también lo hace para sí mismo.¹⁵⁶
8. **Derivados financieros:** Son aquellos instrumentos que representan todas aquellas operaciones o contratos entre dos partes, las cuales asumen y contraen derechos y obligaciones económicas, para una ejecución en un tiempo y fecha futuro, debidamente determinada.¹⁵⁷
9. **Forward:** Es un contrato entre dos partes para comprar o vender un activo fijado y en una fecha determinada. La diferencia con los contratos de futuros es que los *forwards* se contratan en mercados OTC, es decir fuera de los mercados organizados.¹⁵⁸
10. **Hedge:** Una empresa o institución financiera que emite un derivado que busca mitigar el riesgo que involucra su posición, a través de un Hedge o instrumento de cobertura.¹⁵⁹
11. **ISDA:** Asociación Internacional de Swaps y Derivados (International Swaps and Derivatives Association) -ISDA-, es una asociación que integra a los mayores actores del mercado de derivados en mercados OTC.¹⁶⁰

¹⁵⁶ Broker – Dealer. (Intermediario Financiero). *Op. cit.*

¹⁵⁷ Activa Anima tus Finanzas. Dan Perry. Tipos de derivados financieros. *Op. cit.*

¹⁵⁸ Valorización de Derivados. Viviana Fernández M. *Op. cit.*

¹⁵⁹ *Loc. cit.*

¹⁶⁰ Asociación Internacional de Swaps y Derivados. *Op. cit.*

12. **Mercado:** “un ámbito o lugar” donde se encuentran compradores y vendedores de determinados productos, que pueden ser bienes o servicios.¹⁶¹
13. **Mercado bancario:** Es donde se realizan actividades de intermediación financiera, recibiendo depósitos de dinero de unidades superavitarias y otorgando créditos a unidades deficitarias.¹⁶²
14. **Mercado de capitales:** Es donde se realizan operaciones bursátiles entre unidades superavitarias y deficitarias, a través de la emisión y colocación de instrumentos financieros, como acciones, bonos, derivados, etc.¹⁶³
15. **Mercado financiero:** Vehículo empleado para canalizar los ahorros de las unidades superavitarias hacia las necesidades de financiamiento de las unidades deficitarias.¹⁶⁴
16. **Mercado no organizado:** Denominado *Over the Counter* -OTC-, donde las características de las compra-ventas de activos bursátiles se fijan libremente por las partes, los contratos que se realizan dentro de este mercado se conoce comúnmente como “**sastre a la medida**”.¹⁶⁵
17. **Mercado organizado:** Se refiere al mercado de valores, en donde los agentes transan instrumentos financieros estandarizados, como podrían ser acciones, bonos (obligaciones), derivados financieros, etc.¹⁶⁶

¹⁶¹ Tosi Ramiro, y otros. *Op. Cit.* p.p. 2-5.

¹⁶² *Loc. cit.*

¹⁶³ *Loc. cit.*

¹⁶⁴ *Loc. cit.*

¹⁶⁵ *Loc. cit.*

¹⁶⁶ *Loc. cit.*

18. **Mercado primario:** Es donde se ofertan las nuevas emisiones de valores al público. En el mercado primario los bancos de inversión que gestionan los valores de una compañía para el público actúan como intermediarios, buscan inversores que compren los valores directamente de la corporación emisora.¹⁶⁷
19. **Mercado secundario:** Es donde se realizan transacciones de compra-venta de valores ya emitidos por un mercado primario.¹⁶⁸
20. **Opciones de venta (Put):** Cuando el derecho que se adquiere es para vender, la opción se conoce como **PUT**. Al hablar de este tipo de opción lo que se adquiere al comprar es adquirir un derecho de venta.¹⁶⁹
21. **Opción de compra (Call):** Cuando el derecho que se adquiere es de comprar, la opción se conoce como **CALL**. Cuando se habla de este tipo de opción, lo que se pretende es asegurar el precio de una compra, y este derecho de opción de compra lleva inmerso lo que es denominado como prima o precio de la opción.¹⁷⁰
22. **Opción Americana:** Una opción americana permite a su titular ejercitar la opción de compra o de venta del activo subyacente en o antes de la fecha de vencimiento.¹⁷¹
23. **Opción Europea.** Las opción europea permiten el ejercicio de la opción sólo en la fecha de vencimiento.¹⁷²

¹⁶⁷ *Loc. cit.*

¹⁶⁸ *Loc. cit.*

¹⁶⁹ Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus. *Op. cit.*, Pág.357.

¹⁷⁰ *Loc. cit.*

¹⁷¹ *Loc. cit.*

¹⁷² *Loc. cit.*

24. **Open Outcry:** Mercado de corros, modalidad de negociación bursatil en la que el cruce de operaciones se asocia al intercambio de ordenes por medios tradicionales, su funcionamiento se asemeja al de una subasta.¹⁷³
25. **Swaps:** Son contratos de intercambio cuya función es el canjee de obligaciones y derechos entre oferentes y demandantes, apoyados por un intermediario; los intercambios pueden ser en un número casi inimaginable de permutas y combinaciones.¹⁷⁴
26. **Unidades deficitarias:** Los que demandan los ahorros monetarios de las unidades superavitarias para cubrir sus déficits.¹⁷⁵
27. **Unidades superavitarias:** Quienes ofrecen su ahorro monetario en el mercado financiero con el objetivo de incrementar sus posibilidades de consumo futuro.¹⁷⁶
28. **Warrant:** Son opciones de compra emitidas por una empresa. Una diferencia importante entre las opciones de compra y los *warrant* es que el precio de este último requiere que la empresa emita una nueva emisión de acciones para satisfacer su obligación, por lo que aumenta el número total de acciones emitidas.¹⁷⁷

¹⁷³ Iolatto, Dario. Historia de los Mercados. *Op. cit.*, pág.13.

¹⁷⁴ Activa Anima tus Finanzas. Dan Perry. Tipos de derivados financieros. *Op. cit.*

¹⁷⁵ Tosi Ramiro, y otros. *Op. Cit.*

¹⁷⁶ *Loc. cit.*

¹⁷⁷ *Ibid.*, Pág. 371.