

DERIVADOS FINANCIEROS Y NUEVAS REGLAS PARA SU MANEJO

PAULINA SOLÓRZANO JIMÉNEZ

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE DERECHO

MEDELLIN

2016

DERIVADOS FINANCIEROS Y NUEVAS REGLAS PARA SU MANEJO

PAULINA SOLÓRZANO JIMÉNEZ

**Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar
al título de Abogado**

Asesor: Andrés Mauricio Restrepo Giraldo

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE DERECHO

MEDELLIN

2016

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	5
1. OBJETIVOS	7
1.1 OBJETIVO GENERAL.....	7
1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	7
2. METODOLOGÍA	8
3. DEFINICIÓN DE LOS DERIVADOS	9
4. HISTORIA DE LOS DERIVADOS	12
5. IMPACTO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN LA CRISIS INMOBILIARIA DEL 2008	16
6. IMPORTANCIA DE LOS DERIVADOS	19
7. TIPOS DE DERIVADOS	21
7.1 DERIVADOS ESTANDARIZADOS.....	21
7.1.1 ¿Qué es un futuro?	21
7.1.2 Mercado estandarizado	23
7.1.3 Bolsa de Valores en Colombia	24
7.1.4 Cámara de Riesgo Central de Contraparte	25
7.2 DERIVADOS NO ESTANDARIZADOS	26
7.2.1 Forwards	26
7.2.2 Opciones	27
7.2.3 SWAPS	29
8. REGULACIÓN EN COLOMBIA	31
8.1 CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA	31
8.2 LEY 510/99.....	32
8.3 LEY 964/05.....	33
8.4 DECRETO 2555 DE 2010 DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO.....	35
8.5 CAPÍTULO XVIII DE LA CIRCULAR BÁSICA CONTABLE Y FINANCIERA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (CIRCULAR	

EXTERNA100 DE 1995 MODIFICADA POR LA CIRCULAR EXTERNA 041 DE 2015)	35
8.6 CIRCULAR REGLAMENTARIA EXTERNA DODM 144 DEL BANCO DE LA REPÚBLICA.....	38
9. NEGOCIACIÓN DE CONTRATOS OTC EN COLOMBIA Y EN EL MUNDO ...	40
9.1 CONTRATO MARCO	40
9.2 CONTRATO ISDA	43
10. ¿CÓMO COLATERALIZAR ESTE TIPO DE OPERACIONES?	46
10.1 RECOUPONING.....	46
10.2 CSA (ANEXO DE CRÉDITO)	46
11. REGULACIÓN EXTRANJERA: PROTECCIÓN EN LOS MERCADOS.....	49
11.1 DODD-FRANK.....	49
11.2 VOLKER RULE.....	50
11.3 EMIR.....	50
12. CONCLUSIONES	52
BIBLIOGRAFIA	53

INTRODUCCIÓN

En atención a las diferentes crisis financieras que se han presentado a lo largo de los años, especialmente la caída del mercado inmobiliario que se desató en el 2008, nace un cuestionamiento sobre como venía funcionando el mercado de valores y que fue lo que generó este golpe tan devastador para miles de familias.

Adentrándonos más en la situación, nos encontramos con los derivados financieros, contratos en los que su **valoración** depende de un activo subyacente y que son usados -en principio- para tres fines, cobertura, arbitraje e inversión. El mal uso de estos derivados en el mercado no estandarizado, y apalancados en la falta de regulación existente al momento de la crisis para estos mercados, generó que instituciones financieras del tamaño de Lehman Brothers o Bear Stearns usaran este tipo de instrumentos financieros de forma indebida y así detonar una crisis financiera histórica.

En aras de dar claridad sobre el tema, se hará una tesis descriptiva que permita al lector conocer de que se tratan este tipo de contratos tan desconocidos por la mayoría de los abogados, pero no obstante de gran importancia, ya que de los mismos dependen negociaciones de precios de diferentes activos para ser transados en el futuro y que son usados de manera activa por todo tipo de instituciones financieras, entre las que se pueden encontrar bancos comerciales, bancas de inversión, fondos de pensiones, entre otros.

El trabajo de grado no solo constará de este apartado meramente explicativo del funcionamiento actual de los derivados en Colombia y el mundo, sino que a su vez se trabajará sobre las regulaciones que a nivel mundial se vienen gestando para este tipo de instrumentos financieros y que tienen como propósito subsanar los errores existentes para no volver a incurrir en una crisis financiera como consecuencia de su mal manejo. Vale la pena resaltar que si bien la reglamentación de los derivados no estandarizados es primordialmente

norteamericana y europea, Colombia ha adoptado como base dicha regulación, e instituciones financieras locales diariamente transan con bancos de dichas jurisdicciones, por lo que la aplicación de dicha normativa se presenta ordinariamente en el territorio nuestro.

1. OBJETIVOS

1.1 OBJETIVO GENERAL

El objetivo general de este trabajo es describir el funcionamiento actual de los derivados financieros, su regulación y analizar que le depara el futuro a esta nueva manera de negociación.

1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Estudiar los instrumentos financieros derivados estandarizados y no estandarizados.
- Analizar la reglamentación existente sobre el tema y los límites de la misma.
- Sustraer las conclusiones pertinentes sobre el funcionamiento y regulación futura de los derivados financieros.

2. METODOLOGÍA

Partiendo desde los elementos teóricos y la poca regulación existente de los instrumentos financieros derivados se definirán conceptos y aspectos generales para permitir obtener un conocimiento más profundo sobre los mismos.

Para llevar a cabo este estudio nos basaremos en doctrinantes tanto nacionales como internacionales, es decir, desde conceptos de oficinas de abogados locales, hasta escritores y docentes especializados en temas financieros como David M. Weiss y John C. Hull.

Partiendo desde la teoría y tomando a su vez la regulación existente, será posible entender el funcionamiento de dichos instrumentos en Colombia y en territorios como Estados Unidos y países europeos, en donde el asunto se hace más extenso y por tanto -ante su manejo común- de mayor legislación y comprensión.

Lo anteriormente mencionado se realizará con el fin de analizar lo que está ocurriendo actualmente con este tipo de mercado e intentar establecer lo que se vislumbra respecto a la normativa aplicable en Colombia.

3. DEFINICIÓN DE LOS DERIVADOS

Los contratos derivados son aquellos contratos en los que su valor depende de un activo subyacente, el cual será entregado en el futuro, pactando sus condiciones básicas en el presente. Según la Bolsa de Valores de Colombia, es la negociación de un producto específico – acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles, materias primas, energía, entre otros- sea esta de compra o venta para una fecha y precio determinados en el futuro¹.

Dichos instrumentos financieros se transan ya sea en un mercado estandarizado, en el cual se hace uso de un sistema transaccional establecido por las bolsas de valores alrededor del mundo con normas predeterminadas para su negociación, o en el mercado mostrador “over-the-counter” (OTC en adelante), en el cual se negocia atendiendo a los intereses y necesidades de las partes y, por esta razón es que las mismas no se deben acoplar a ningún formato establecido.

Los tipos más comunes de contratos derivados son: los futuros, opciones, *forwards* y *swaps*.

De manera introductoria, los contratos de futuros son aquellos en los que se busca la compra o venta, a través de un sistema transaccional estandarizado, de un activo en donde desde la fecha de celebración del contrato se está estableciendo que un activo se entregará en el futuro en un precio y bajo unas condiciones establecidas en ese mismo momento.

Por su parte, los contratos de opciones tal y como lo expone David Weiss, son los que le permiten al comprador del contrato ejercer el derecho a comprar o vender determinado bien en el futuro, por lo que la contraparte, es decir, el vendedor del

¹Bolsa de Valores de Colombia. Disponible en:
<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>

contrato, tiene como contraprestación la obligación de vender o comprar luego que su contraparte ejerza la opción sobre su derecho.

Existen dos tipos de opciones, las *put*, las cuales le brindan al comprador el derecho de vender cierto activo en un tiempo determinado, sujetando al vendedor a su propia voluntad, de ejercer o no esta posibilidad de venta. Por su parte, las opciones *call*, le otorgan a su comprador el derecho de comprar un determinado bien en el futuro, sujetando al vendedor de la opción a la voluntad del comprador de ejercer o no su derecho².

Por su parte, los *forwards* son aquellos contratos que se transan en un mercado OTC es decir, por fuera del mercado estandarizado de valores en donde, las condiciones materiales del contrato como el precio del activo subyacente se fija en el presente para una entrega futura. El valor agregado para los intervinientes en este mercado consiste en que todos los elementos son disponibles por ellos mismos, es decir, tanto la cantidad, como la calidad, la fecha de entrega, la locación de entrega, el método de pago y el lugar de pago son totalmente negociables por las partes, según su gusto, intereses y comodidad.

Y, finalmente los *swaps* pueden ser entendidos como una cadena de *forwards* que siendo negociados en el mercado no estandarizado, permiten el intercambio de cualquier tipo de bien o servicio que normalmente encaja en ser uno de moneda, flujo de caja o de mercancía. Por su importancia y las grandes cantidades que se canjean regularmente son controlados o revestidos por la institución ISDA International Swaps and Derivatives Association.

²WEISS, David C. Financial instruments. Equities, debt, derivatives and alternative investments. New York: Penguin group. 2009, p 174.

Existen tres razones fundamentales para optar por realizar una operación con derivados financieros como lo expone John C. Hull en su libro "Introducción a los mercados de futuros y opciones"³. La primera es la cobertura y quienes hacen uso de ella es porque desean reducir los riesgos de los cambios adversos en el precio de un activo específico, entonces, utilizan los derivados para mantener una posición y salvaguardarla en el mercado. En la segunda de ellas se encuentran los especuladores, quienes por el contrario no son acreedores de ninguna posición en el mercado, pero si desean adquirirla, es decir, obtener rendimientos por medio del empleo de expectativas. En último lugar está la función de arbitraje, la cual asegura un resultado con ganancias haciendo transacciones en dos o más mercados, es entonces como se compra y vende un mismo activo en diferentes mercados del mismo para reducir a un 0% la posibilidad de pérdidas.

³HULL, John C. Introducción a los mercados de futuros y opciones. Sexta edición. México: Pearson educación, 2009, p. 9-16

4. HISTORIA DE LOS DERIVADOS

Este apartado de contenido histórico hace alusión principalmente a lo mencionado por John C. Hull⁴ en su libro “Introducción a los mercados de futuros y opciones” y su funcionamiento principal en Estados Unidos, país pionero en la utilización de este tipo de negociación.

Los derivados, parecen instrumentos relativamente nuevos, que nacieron para crear seguridad en el siglo XXI, no obstante, esta idea es errónea, ya que los mismos tienen origen en las negociaciones de la edad media, puesto que con los cambios climáticos se desataba una escasez de productos agrícolas, cuando había temporada de invierno no solo abundaba el hambre en las poblaciones, sino que a su vez el alza en el precio de dichos productos era inimaginable⁵. En dicha época surge entonces una clase rudimentaria de derivados: contratos a plazo que se pactaban con sus condiciones en cierto momento y se ejecutaban en un futuro, esto, como se hizo mención anteriormente fue debido a la necesidad que ostentaban los agricultores y empresarios del momento, por el riesgo que implicaba saber cuánto se recibiría en contraprestación por la venta de sus productos en un momento determinado. Este peligro no solo lo enfrentaba el vendedor sino también a su vez el comprador, suponiendo que se presentará el caso de necesitar un suministro continuo de cierto activo sometido a una variación en su valor, habría definitivamente un riesgo del monto de intercambio que se pagaría para obtenerlo. Es por esta razón inicial que las dos partes de una compraventa pueden reunirse y acordar cual será el precio futuro de dicho producto.

⁴Ibid, p. 8-9.

⁵ MENDOZA ALVAREZ, Mateo. *Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Justificación económica de los contratos derivados*. En: Revista de derecho privado. Contratos. Vol. 17. Diciembre, 2005

Ejemplo de esto es el riesgo que afronta un granjero cuando va a plantar sus granos, ya que los mismos se demorarán en crecer y durante esta etapa hay una incertidumbre de si finalmente el cultivo va a salir completo y bueno, o si por el contrario va a tener fallas. El resultado final entonces, va a depender no solo de lo que el granjero puede controlar sino también de factores externos que determinarán el precio de consumo de dicho grano. El granjero, de esta manera debe anticiparse a estimar el precio final, pero, como se evidencia en el caso, si el precio de mantener el cultivo aumenta y este no previó tal situación se verá sometido a tener que asumir pérdidas para su negocio, lo cual representa, entonces, un contexto de inseguridad no solo para el granjero sino también para demás productores de activos que tengan un precio fluctuante de producción dependiente de otros elementos fortuitos.

En atención a lo mencionado, es necesario tanto para el comprador como para el vendedor pactar un precio anticipado para una compra que se celebrará en el futuro y así disminuir el riesgo de pérdidas para el productor o de un aumento abrupto de precio para el consumidor. Esta figura resulta altamente útil para los negocios y, debido a la evolución y desarrollo de dichos convenios, en el siglo XIX, , el mundo del comercio se enfrenta con la necesidad de regularlos y de iniciar su negociación en las Bolsas de Valores de la época.

Es por lo que a continuación se hará un breve resumen del nacimiento y funcionamiento de las primeras bolsas encargadas del tema y el tipo de pactos que se manejan en la actualidad.

Bolsa de Comercio de Chicago:

En atención a la realidad social del comercio en el siglo XIX en Chicago, se crea un espacio para reunir tanto a los comerciantes como a los agricultores. Establecido en 1848, dicho mercado tenía como cometido principal hacer lo posible por equiparar tanto cantidad como calidad de los granos que entraban en juego al momento de la negociación.

Con el auge de las transacciones en dicho mercado, se desarrolla el contrato *to-arrive*, el cual es de gran acogida, y no era más que la positivización de lo que se venía realizando en la práctica: un contrato que establece condiciones en el presente para que se cumplan en un tiempo futuro. Los cuales hoy en día han llegado a tal punto de crecimiento que son utilizados para la venta y compra de todo tipo de activos y a manera de ejemplificar entre los subyacentes transados a través de dichos contratos, se encuentran: maíz, soya, avena, harina y aceite de soya, trigo, bonos y notas de tesoro.

Bolsa Mercantil de Chicago:

Creada en el año 1874 como una bolsa de productos agrícolas perecederos tal y como la mantequilla o huevos. Sin embargo en 1898 los vendedores de los primeros dos productos –mantequilla y huevos- se retiran y deciden formar su propio mercado en Chicago. Cambian su nombre en 1919 por la bolsa mercantil de Chicago y desde allí se proporciona mercado de futuros para variadas mercancías.

La bolsa mercantil inicia a comienzos de los años 70, específicamente en 1972 con la negociación de futuros en monedas extranjeras, sobre el clima y bienes raíces.

Ahora bien, es pertinente hacer mención a la diferencia principal que hay entre una bolsa de valores y una mercantil, en la primera de ellas se dedican principalmente (aunque no de forma exclusiva) a la venta y compra de valores, mientras que la segunda se encarga de realizar transacciones de diferentes “*commodities*” de origen agropecuario, agrícola, minero y energético.

Negociación electrónica:

Los contratos de futuros se negocian normalmente con el sistema de subasta a viva voz (Open Outcry System) lo que necesariamente implica la presencia física de los negociantes, algo que en el mundo de hoy es altamente problemático, es por tal razón que en la actualidad se mantiene este sistema pero cada vez viene creciendo una versión más eficaz y moderna, hablamos de la subasta electrónica, en donde se ingresan las transacciones tecleando el computador y este mismo relaciona a los compradores y vendedores.

Ahora bien, hoy por hoy esta plataforma de negociación es una aplicación de software que brinda la posibilidad de modular aplicaciones por parte del vendedor y el comprador, quienes ingresan ciertos datos al sistema y son clasificados según sus intereses para que finalmente aparezcan en dicho sistema como puntas oferentes y puntas de demanda, lo que facilitará una negociación en pantalla y en tiempo real. Tal negociación funciona con que una de las partes acceda al sistema, ingrese sus datos y, finalmente quien está buscando adquirir cierto bien agrede las puntas oferentes que están estipuladas en el sistema dependiendo de sus necesidades.

5. IMPACTO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN LA CRISIS INMOBILIARIA DEL 2008⁶

En el año 2008, se vivió una de las crisis más grandes y devastadores para la economía mundial desde hace varios años, una crisis que afectó miles de familias y que tuvo como uno de sus principales factores generadores el mal uso de los derivados financieros. *Crisis*, una de las palabras más temidas en el mundo de la economía, definida por la Real Academia Española como “*una reducción en la tasa de crecimiento de la producción de una economía, o fase más baja de la actividad de un ciclo económico*”⁷. Este, sin duda alguna, es de los peores escenarios en los que se puede hallar una economía de cualquier nivel, ya que como consecuencia hay disminución en el empleo, pobreza, bajo nivel de inversiones y, en general, decrecimiento de la actividad económica, con todos los efectos que esto conlleva.

Como bien lo dice el filósofo e intelectual Karl Marx⁸ la economía es un ciclo en el que hay fases de crecimiento y posteriormente -de manera necesaria- vienen crisis. Esto sucede por la dependencia de los mercados. Cuando hay aumento de producción, se llega a un punto en el que se genera saturación, luego hay una disminución de precios y finalmente una paralización de la producción. Es decir, la economía siempre va a pasar por cumbres, pero luego de estas han de venir momentos de estancamiento para resurgir y continuar con la cadena.

⁶ Este apartado tiene como base el documental: FERGUSON, Charles. “Inside Job” [online]. Estados Unidos. 2010. Disponible en: <http://www.fullpeliculashd.com/pelicula/1419/trabajo-confidencial-inside-job.html>

⁷ Real Academia Española. Disponible en: <http://dle.rae.es/?id=CG97oEp>

⁸ MARX, Karl. El capital III. Segunda edición. México: Fondo de Cultura Económica. 1959. p. 213-263.

Así las cosas, la crisis del año 2008 no viene de la nada, pero tampoco se evidencia que sea meramente el resultado del movimiento cíclico y natural de la economía. Más bien, tiene un pasado que se remonta al gobierno de Ronald Reagan en Estados Unidos, quien optó por una ideología económica basada en la desregulación financiera, la cual les permitía a las entidades bancarias asumir riesgos desmesurados con el ahorro de sus clientes, así mismo continuaron el gobierno de Clinton y sus sucesores.

En los años 90 entonces, ahondados en tal desregulación y con un escenario detonante para la creación de nuevas tecnologías, no se quedaron atrás los avances financieros, razón por la cual se da paso al desarrollo de nuevos instrumentos financieros a través de los derivados, creados según los economistas asesores del gobierno, como instrumentos para hacer el mercado más seguro, sin embargo, se equivocaban, ya que con la prevalencia del libre mercado, los banqueros comenzaron a usar dichos instrumentos para “apostar” sobre cualquier cosa. Fue tal su crecimiento y acogida que a finales de esta década se trataba de un mercado que movía miles de millones de dólares.

Paralelamente a esta situación, se crearon las hipotecas sub prime, en las que se daba un crédito para comprar un inmueble sin importar el pasado crediticio o las condiciones financieras específicas del individuo. Se estaba creando una burbuja, préstamos sin requisitos y poco factibles de ser pagados. Pero esto no era una preocupación para las entidades prestamistas, porque ellas vendían dichos préstamos a los bancos de inversión, quienes combinaban estas hipotecas, junto con otras deudas y creaban los llamados “Colateral Debt Obligation” (CDO en adelante), para luego enajenarlos a inversores y entonces, al final el emisor del préstamo no se vería afectado ante un incumplimiento en el pago. Al conocer de la baja calidad de estas hipotecas las firmas inversoras decidieron dar un paso adelante y se dedicaron a apostar a través de derivados especuladores en contra de estos CDO para obtener ganancias cuando estas mismas tuvieran resultados negativos.

Tan grande fue este negocio que las entidades bancarias empezaron a jugar con un dinero que no poseían y el nivel de endeudamiento para brindar más préstamos era alarmante. Hasta que, finalmente, esta bomba estalla y el mercado colapsa, con millones de préstamos y CDOs que ya no se podían vender, caen entidades financieras del tamaño de Bear Stearn Bank, Lehman brothers, Merrill Lynch, la aseguradora AIG, entre otras. Pero el sector financiero no es el único afectado, como lo mencionamos en su momento los mercados son dependientes y por tal razón esto genera que miles de familias pierdan sus ahorros, sus viviendas y lo único que les queda después de que muchos asesores jugaran con sus inversiones, con sus sueños y su porvenir, es la desesperación y desesperanza.

Es entonces, como la no regulación de los derivados y el sometimiento de los mismos al libre juego del mercado junto con el conocimiento y manejo de los mismos por una pequeña elite, genera que la economía mundial sufra un devastador golpe y que así centenares de hogares y adquirentes inocentes de préstamos para propiedades raíces caigan en las redes de esta negociación mortal para sus futuros.

6. IMPORTANCIA DE LOS DERIVADOS

No es un secreto que el mundo de los negocios debe estar en constante actualización y en uso de nuevas herramientas que le permitan a quienes intervienen en él, lograr satisfacer sus necesidades de acuerdo a su situación personal y más importante aún, su contexto socio económico. Este tipo de instrumentos no es una excepción, por el contrario brinda gran utilidad para maniobrar en el mercado y de acuerdo a la manera de empleo de cada derivado habrá un beneficio implícito, esto según lo que se explica a continuación:

Los productos derivados sirven para cumplir diversas funciones económicas, como son: 1. Proteger de riesgos de mercado o de riesgos de crédito a los agentes económicos que celebran los contratos, mediante su transferencia a otros agentes que los asumen de conformidad con el contrato; es lo que se conoce como función de cobertura o "hedging"(en inglés); 2. Asumir posiciones especulativas en los mercados tomando riesgos con el fin de obtener una rentabilidad (función de especulación), y 3. Lograr utilidades mediante la realización de transacciones simultáneas sobre un mismo activo subyacente, en dos o más mercados (función de arbitraje)⁹.

Lo fundamental de los derivados es que son instrumentos creados para proteger a sus intervinientes de los riesgos de mercado o de crédito y como se mencionó en su momento estos nacen en si por la misma preocupación de los negociantes de la época para brindar seguridad y certidumbre tanto al comprador como al vendedor sobre el producto que se adquirirá o venderá respectivamente, su cantidad y precio. Estos entonces permiten tener una gran maniobrabilidad – si se encuentra en el mercado OTC- para ajustarlos a los intereses propios de las partes.

⁹OCHOA, Iván Darío y GONZALEZ, Cristina. Evaluación del Mercado de opciones sobre las tasas de cambio: perspectivas para una mejor utilización. Medellín. Escuela de Ingenieros de Antioquia, 2007. Disponible en: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1794-12372007000100014&lng=es&nrm=iso

Así las cosas, es factible sugerir la utilización de los derivados financieros ya que los mismos: limitan la exposición a los diferentes riesgos que se enfrentan en el mercado y es posible acudir a los mismos cuando se requiera para comprar o vender cierto activo, asegurando desde un primer momento cual será el precio final del contrato, permitiendo de esta manera la realización de transacciones sobre grandes volúmenes de activos reales o financieros.

7. TIPOS DE DERIVADOS

7.1 DERIVADOS ESTANDARIZADOS

7.1.1 ¿Qué es un futuro?

Un contrato futuro es un acuerdo de partes en el que se establece la compra o venta de un activo en una fecha futura, esto supone una variante a los contratos generales que consiste en un pacto presente de ciertas condiciones como lo son el precio, la cantidad y la fecha de vencimiento pero las cuales se cumplirán en un momento futuro.

Nacen en atención a la variabilidad del valor de los productos y todos los factores que los afectan, que no dependen de la voluntad de las partes, sino por el contrario, de los diferentes aleas a los que están sometidos. Por ejemplo, los productos agrícolas pueden aumentar o disminuir su precio final por factores como el clima, el precio de insecticidas, productos para su cuidado y conservación, la oferta, la demanda, entre otros.

Este tipo de contrato se transa en el mercado estandarizado, es decir que se somete a las regulaciones básicas de los sistemas de negociación de las bolsas de valores, en este mercado se negocia principalmente sobre tres activos subyacentes que son las divisas, los tipos de interés y las materias primas.

Cabe en este punto resaltar que su naturaleza jurídica es la misma de los contratos *forward* de los cuales se hablará en el acápite 8.2.1, su diferencia es que los futuros son para operaciones dentro del mercado estandarizado y, esto hace que tengan unas características únicas, como por ejemplo:

- Son contratos estandarizados: en donde los mismos mercados organizados, es decir las bolsas de valores, futuros y opciones se encargan de realizar contratos no modificables para que haya una igualdad de términos en dichos pactos independientemente del futuro que se esté negociando.
- La contraparte contractual es una cámara de compensación: esta entidad actúa como parte opuesta al inversionista para reducir el riesgo de crédito de las operaciones en el mercado y garantizar que se cumpla con lo estipulado.
- Requieren un sistema de márgenes de garantía: esto supone que el inversionista debe realizar depósitos a la cámara de compensación, en aras de que la misma pueda garantizar el cumplimiento de las obligaciones¹⁰.

Es pertinente para finalizar esta contextualización referirse a la estructura base del contrato de futuros, la cual está compuesta por los siguientes elementos:

- Producto subyacente: el activo que se desea vender y comprar respectivamente.
- Cantidad: se debe establecer la cuantía exacta del producto subyacente que se adquirirá en el futuro.
- Calidad: es posible pactar el nivel del activo que se desea, dependiendo de esto variará el precio final.
- Fecha de entrega.
- Lugar predeterminado de entrega.
- Condiciones de pago.

¹⁰ MENDOZA ALVAREZ, Op. Cit.

7.1.2 Mercado estandarizado

Tal y como se ha ido mencionado en el presente escrito, los derivados pueden ser negociados a través de dos tipos de mercados, el primero es el mercado no estandarizado u OTC, el cual será explicado más adelante, y segundo es el mercado estandarizado.

El mercado estandarizado es aquel que permite la negociación de derivados por medio de mercados organizados como por ejemplo la Bolsa de Valores de Colombia, con una reglamentación y condiciones preestablecidas para que sea más seguro para ambas partes, en otras palabras, “Los mercados organizados son multilaterales y los participantes acceden a la información disponible (de precios y tasas, p. ej.) en condiciones de igualdad. Además, para fomentar la correcta formación de precios, las intenciones son anónimas (es decir, son mercados “ciegos”) y las condiciones financieras de las operaciones se revelan en forma oportuna a los participantes y al público en general. Las transacciones se suelen llevar a cabo en bolsas de valores o de derivados, según las características de cada mercado y las disposiciones de las autoridades financieras sobre tales actividades”¹¹.

El funcionamiento de estos permite que haya un contrato determinado por la Bolsa en el que se establece el tipo de producto, los detalles del subyacente, su fecha de vencimiento y su precio para que la única variable modificable sea la cantidad de contratos de derivados a adquirir. Adicionalmente este riesgo se reduce a lo más mínimo porque se cuenta con la Cámara de Compensación – Cámara Central de Riesgo de Contraparte- quien como se explicará a continuación asegura el cumplimiento de los contratos con todas sus indicaciones, administra el riesgo, enciende el uso de garantías y de ser el caso, incluso, responde con su propio capital.

¹¹ LEÓN, Carlos y PÉREZ, Jhonatan. *Caracterización y comparación del mercado OTC de valores en Colombia*. En: Revista de Economía Institucional. Segundo semestre, Vol. 16, No. 31. 2014. Disponible en: <http://www.economiainstitutional.com/esp/vinculos/pdf/No31/cleon31.pdf>

7.1.3 Bolsa de Valores en Colombia

Se ha hecho mención a la Bolsa de Valores de Colombia, pero en ningún momento se ha detenido a definir su funcionamiento y el papel tan importante que juega esta institución en nuestro país. Para comenzar es pertinente mencionar que es relativamente nueva, ya que fue creada como una entidad de capital privado que hace parte al mercado de valores. Anteriormente era estructurada por tres bolsas de valores independientes y autónomas, la de Bogotá que funcionaba desde 1928, la de Medellín desde el año 1961 y finalmente la de Cali, llamada de occidente desde 1983, las cuales se unen para formar esta bolsa de valores que opera a nivel nacional: la BVC en el 2001. Entre sus funciones principales está la de ser un foro primordial de negociación y registro de operaciones sobre valores en Colombia.

Es una bolsa multi-producto y multi-mercado que permite llevar a cabo las negociaciones de acciones, renta fija y derivados estandarizados, a su vez provee información al mercado de divisas y es una opción fuerte de financiación para la producción por medio de la inversión directa, sin duda alguna son funciones que le permiten a cualquier interesado en moverse en el mundo financiero, una asesoría y acompañamiento sin igual.

La Bolsa entonces se encarga, en Colombia, del manejo de los derivados estandarizados: los futuros y las opciones (únicamente los que se configuran como valores), es entonces como en la actualidad esta Bolsa les proporciona a los intervinientes del mercado contratos de futuros para poder llevar a cabo acuerdos sobre tasas de interés, de cambio, índices y acciones.

7.1.4 Cámara de Riesgo Central de Contraparte

Es una entidad con la función primordial de asegurar el pago de las contraprestaciones en las operaciones derivadas de todos los intervinientes del mercado. Esto, debido a que la CRCC es la entidad de contrapartida central del mercado de capitales colombiano, compensa y liquida derivados estandarizados sobre activos financieros y “*commodities*”, lo cual supone que “*determina los valores a cargo de las partes, con lo cual se extinguen las obligaciones recíprocas generadas por los IDF¹² se entregan activos y fondos*”¹³.

Actúa, de esta manera, como un tercero intermediario en las operaciones sobre derivados, deviniendo comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador con el fin de disminuir el riesgo para cada parte contratante y finalmente para mantener un correcto y eficiente funcionamiento del mercado.

Según el artículo 9 del decreto 2893 de 2007, la exposición de riesgo de crédito de contraparte cuando la operación ha sido aceptada por la Cámara de Riesgo Central de Contraparte será de cero. Incluso, esta reducción de niveles de riesgo se avala por medio de la Superintendencia Financiera de Colombia, la cual a través de su función de agente de vigilancia permanente, verifica que esta cumpla con sus garantías, recursos financieros, márgenes iniciales, entre otros, para poder garantizar el cumplimiento de las obligaciones que se han aceptado por dicha cámara¹⁴.

¹² **Instrumentos Financieros Derivados:** Contrato de cumplimiento futuro, en donde su valor final depende de un subyacente; sin necesidad de una inversión inicial o de requerirla, es mínima.

¹³ SALCEDO YOUNES, Yamile. Tratamiento Tributario de los Derivados Financieros. Bogotá: Asobancaria. 2012. p. 6

¹⁴ ABELLA ABONDADO, German Darío y QUIROGA BARRETO, Guillermo. *Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores. Tratamiento del riesgo de contraparte en las cámaras de riesgo central de contraparte*. En: Revista de derecho privado. Régimen jurídico del mercado de valores colombiano. Vol. 19. Septiembre, 2008.

Si bien la Cámara surgió con el propósito de liquidar y compensar las operaciones que se realizan en el mercado estandarizado, el capítulo XVIII de la Circular Básica Contable Financiera (Circular 100/93) establece la posibilidad que cuando las partes del contrato así lo deseen, las negociaciones de derivados no estandarizados u OTC también pueden ser llevadas a Cámara de Riesgo Central de Contraparte, lo cual se deberá estipular en el contrato marco para la realización de este tipo de operaciones financieras. Lo anterior genera mayor seguridad en la realización de este tipo de negociaciones y reduce costos de colateralización, puesto que los mismos serían transferidos a esta institución.

7.2 DERIVADOS NO ESTANDARIZADOS

7.2.1 Forwards

La manera como son definidos este tipo de contratos en el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia es que se trata de “un derivado formalizado mediante un contrato entre dos (2) partes, hecho a la medida de sus necesidades, para comprar/vender una cantidad específica de un determinado subyacente en una fecha futura, fijando en la fecha de celebración las condiciones básicas del instrumento financiero derivado, entre ellas, principalmente el valor, la fecha de entrega del subyacente y la modalidad de entrega. La liquidación del instrumento en la fecha de cumplimiento puede producirse por entrega física del subyacente o por liquidación de diferencias, dependiendo del subyacente y de la modalidad de entrega pactada, pudiendo esta última ser modificada de común acuerdo por las partes durante el plazo del instrumento”. Un *forward*, entonces, no es más que un contrato de cumplimiento a plazo en el que un activo subyacente se entregará en el futuro bajo condiciones previamente acordadas.

Son entonces transados en el mercado OTC y los principales contratos de *forwards* que allí se negocian son los de divisas y el Forward Rate Agreement (FRA).

Los primeros son una transacción de cambio en una fecha futura, en donde previamente se establece la fecha de pago y la tasa que se pagará por ese cambio específico y se puede celebrar de dos maneras:

- Por compensación/de cumplimiento financiero/non delivery: en el que se paga la diferencia entre el precio pactado y el del mercado en la fecha de cumplimiento.
- Por entrega física/cumplimiento efectivo/delivery: se hace un intercambio al final sobre la moneda pactada por el comprador y el vendedor.

Los FRA son contratos entre dos partes que establecen un tipo de interés futuro, lo que hace que se elimine el riesgo de la fluctuación del interés en el mercado para que un interés flotante se establezca como fijo.

7.2.2 Opciones

Las opciones son una herramienta para transferir derechos a la contraparte; se trata de un contrato que le da al dueño de dicha opción, es decir, a su comprador ciertos privilegios por un tiempo determinado. Las mismas vencen cuando este tiempo ha pasado y el vendedor no está obligado a hacer nada, salvo el comprador ejerza la opción.

Hay dos formas de realizar este tipo de contrato, la primera es la opción de *“call”*, la cual le da al tenedor la posibilidad de comprar un activo en una fecha determinada a cierto precio, la segunda es la opción *“put”* la que otorga al tenedor es un derecho de vender un activo en una fecha y precio determinados. Ese precio

se llama precio de ejercicio o strike, y la fecha se conoce como fecha de vencimiento.

Call: Si la opción comienza con “*Call...*” será aquella opción que le concede a su comprador el derecho de comprar determinado activo subyacente en una fecha futura. El valor de compra de dicho derecho se conoce como prima y, al ser un derecho lo que se está adquiriendo, su comprador puede si así lo quiere ejercer dicho derecho o no, esto dependerá entonces del precio del activo subyacente en el futuro.

Con lo anterior, se puede decir que las pérdidas del comprador de una opción *call* se encuentran limitadas al pago de esta prima, puesto que, si considera que el valor del activo subyacente no es atractivo al precio preestablecido en el contrato de opción, puede simplemente no ejercer la opción y el único pago realizado sería la prima indicada. Por el contrario el vendedor de la opción tiene que afrontar pérdidas ilimitadas, dado que, ese interviniente no tiene un derecho como su contraparte sino una obligación. Así las cosas, si su contraparte desea ejercer la opción, este deberá cumplirla sin importar cuál sea el monto de sus pérdidas.

Put: Si empieza con “*Put...*” el comprador ha adquirido la posibilidad de vender determinado activo dentro de un tiempo estipulado, es decir, mientras esté vigente el contrato de opción decide si enajenar o no su producto subyacente. Respectivamente entonces, el vendedor de la opción ya no tendrá un derecho sino de manera opuesta una obligación de comprar cuando su contraparte lo decida.

La estructura de una opción contiene los siguientes elementos:

- El tipo: si será *put* o *call*.
- El producto subyacente: es decir cuál será el producto base de negociación, la tasa de interés, el índice, entre otros.

- Fecha de vencimiento: hasta ese momento se encuentra dentro del término válido para ejecutar las condiciones del contrato.
- *Strike*: el valor de ejercicio.

Así las cosas, son contratos que se pueden negociar tanto en el mercado estandarizado como en el extrabursátil y se entiende como un contrato a plazo, del cual se tiene la posibilidad y no la obligación como en los contratos futuros de acordar con lo pactado, toda vez que en la opción existe es un privilegio de obtener la posibilidad de compra o venta, siempre y cuando el comprador lo requiera.

7.2.3 SWAPS

El Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia establece que estos instrumentos financieros son exóticos y que se trata genéricamente de una permuta financiera, de manera explícita lo define como *“un contrato entre dos (2) partes, mediante el cual se establece la obligación bilateral de intercambiar una serie de flujos por un período de tiempo determinado, en fechas preestablecidas”*.

Ahora bien, esto supone una gran herramienta para los proyectos de inversión en los que hay riesgo y volatilidad de un ingreso periódico, para que este mismo se convierta en uno fijo sobre el activo subyacente, las tasas de interés, de cambio o los índices bursátiles.

Existen varios tipos de *swaps*, a los cuales se hará mención a continuación:

- *Swap de interés*: son los *swap* más comunes y a los cuales se les denomina *plainvanillas*, lo que quiere decir que son simples en su funcionamiento. Este es entonces el contrato mediante el cual dos partes acuerdan intercambiar periódicamente unos flujos de caja, será de esta manera el cambio de tasas de

interés fijas a variables o viceversa para garantizar el pago y el recibimiento recíproco de ese valor en un momento futuro. Se dice que son contratos aleatorios *“toda vez que la equivalencia de las prestaciones depende de una contingencia incierta, como lo es el futuro nivel de unas tasas que miden el comportamiento del mercado”*¹⁵.

- Swap de divisas: son operaciones en las que se prefija el precio de cambio de una moneda en determinado tiempo, esto es, una parte transfiere flujos de caja en determinada divisa y recibe como remuneración otros flujos de caja pero en una moneda distinta. Las dos partes contratantes lo que buscan principalmente es modificar sus monedas principales por otras con una duración predeterminada, esto conlleva a que haya un rompimiento en los mercados internacionales y que haya una negociación directamente entre las partes implicadas.
- Swap sobre materias primas: es un contrato en el cual se hace una transacción de materia prima, pero, una de las partes realiza anteriormente un pago de precio fijo a su contraparte y esta pagará el valor variable en el mercado por cierta cantidad.
- Swap de índices bursátiles: este como su nombre lo dice, da la posibilidad de cambiar el rendimiento del mercado en dinero por el rendimiento de un índice bursátil¹⁶.

Como se puede ver, al tener flujos constantes en las operaciones de Swaps, su operatividad es muy similar a la de una cadena de forwards.

¹⁵ MENDOZA ALVAREZ, Op. Cit.

¹⁶ LINARES, Dora. Operaciones SWAP. Disponible en: <http://www.gestiopolis.com/operaciones-swap/>

8. REGULACIÓN EN COLOMBIA

A manera de dar una contextualización general de la temática, se hará un breve resumen de la normatividad presente en nuestro país y, específicamente como estos reglamentos definen y enmarcan el uso de los diferentes derivados financieros.

8.1 CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA

En su artículo 371 establece:

El Banco de la República ejercerá las funciones de banca central. Estará organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio.

Serán funciones básicas del Banco de la República: regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito; y servir como agente fiscal del gobierno. Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica general.

El Banco rendirá al Congreso informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten.

El Congreso de la República entonces le asigna al Banco de la República de Colombia ciertas funciones de la Banca Central y entre ellas se encuentra todo lo atinente a la regulación bancaria, esto es, señalar las condiciones del mercado de valores junto con los sistemas de negociación, registro, compensación y liquidación de divisas atendiendo a un concepto previo del Gobierno Nacional para generar un marco de actuaciones tendientes a crear un mercado competitivo.

Para tal efecto, se ve como el Banco de la República es un órgano del Estado clave para delimitar el ejercicio del mercado de valores y lo que concierne específicamente a este trabajo de grado: determinar la manera en que se transan

los derivados financieros mientras representen un producto subyacente de divisas para brindar a la economía diversas formas de negociación.

Cabe la pena resaltar que la Resolución 8 de 2000 del Banco de la República, ubica como una operación de obligatoria canalización a los derivados financieros, por lo que el control que sobre ellos ejerce el Banco de la República es bastante grande, solicitando, entre otras cosas, reportes diarios de la realización de este tipo de instrumentos y reglando su operación a través de circulares como la DODM 144 de la Junta Directiva del Banco.

8.2 LEY 510/99

Esta hace una breve mención a los derivados financieros en cuanto establece que quien se encargara de vigilar e inspeccionar a las bolsas de futuros y opciones y los intermediarios que en ellas actúen, será de esta manera la Superintendencia de Valores (hoy en día es la Superintendencia Financiera), esto sin perjuicio de las funciones de vigilancia e inspección que hayan sido destinadas para otras sociedades¹⁷.

Adicionalmente le confiere al Gobierno Nacional la facultad de definir cuáles serán los montos mínimos para que se constituyan las bolsas de futuros y opciones y finalmente dispone cuales son las entidades que pueden intervenir en dichas bolsas, tal y como:

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

¹⁷ COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPUBLICA. Ley 510 de 1999.

- Las Sociedades Comisionistas Independientes de Valores,
- Los Establecimientos de Crédito,
- Las Entidades Aseguradoras,
- Las Sociedades Fiduciarias¹⁸.

8.3 LEY 964/05

“Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores”¹⁹.

Para la misma ley, un valor se define como:

(...) todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: acciones, bonos, papeles comerciales, certificado de depósito de mercancía, cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización, cualquier título representativo de capital de riesgo, los certificados de depósito a término, las aceptaciones bancarias, las cedulas hipotecarias o cualquier título de deuda pública²⁰.

Mediante la misma queda claramente establecido que todas sus disposiciones serán aplicables a los derivados financieros bajo la condición de que se encuentren contemplados en la regulación de la bolsa de valores, es decir, que se trate de derivados estandarizados. Esto quiere decir entonces que los derivados serán tomados como valores cuando los mismos son estandarizados, sin importancia de cuál sea el producto subyacente que se está transando.

¹⁸CUARTAS GÓMEZ, Lucas y SIERRA VÁSQUEZ, Paula. Los derivados financieros desde una perspectiva jurídica. Medellín, 2008. Trabajo de grado de Derecho. Medellín: Universidad EAFIT.

¹⁹COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPUBLICA. Ley 964 de 2005.

²⁰ Ibíd., p.2.

Así mismo, les otorga la calidad de valores si sus operaciones tienen como producto subyacente la energía o el gas. En principio se podría deducir que los valores de la ley 964 son como los títulos valores del Código de Comercio Colombiano, pero, aunque aparentemente se asemejan, encontramos una diferencia relevante para su manejo y es que los valores (dentro de los que se incluyen los derivados estandarizados) no gozan con la acción cambiaria de regreso que estos ostentan, la cual se define como *“la que tiene el portador de un título de crédito cambiario contra los obligados de regreso (librador, endosantes y respectivos avalistas)”*²¹, esta misma es la que le permite al tenedor satisfacer la obligación que se encuentra contenida en el título valor.

Por último, se establecen otras disposiciones frente al funcionamiento de este tipo de contratos en el mercado, siendo una de ellas que para su comercialización es necesario un registro previo en el Registro Nacional de Valores y Emisores; adicionalmente es menester hacer contribuciones al Sistema Integral de Mercado de Valores según las especificaciones de la ley y, finalmente se le da la posibilidad, en conjunto con el Decreto 2555 de 2010, a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías celebrar operaciones con derivados, esto será para darle un buen rendimiento a los dineros invertidos por los cotizantes de cada entidad.

²¹ENCICLOPEDIA JURÍDICA 2014. Disponible en: <http://www.encyclopedia-juridica.biz14.com/d/acci%C3%B3n-cambiaria-de-regreso/acci%C3%B3n-cambiaria-de-regreso.htm>

8.4 DECRETO 2555 DE 2010 DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

El Decreto 2555 de 2010, es el resultado del esfuerzo realizado por el Ministerio de Hacienda y Crédito para “condensar” en una sola norma toda la regulación existente sobre el sistema financiero (sector financiero, asegurador y del mercado de valores).

Se puede establecer como un intento para unir la función de supervisión financiera y de valores y toma por nombre el “Decreto Único para el Sector Financiero, asegurador y del Mercado de Valores” su finalidad principal es la de reducir la carga operativa de las diferentes instituciones encargadas de vigilar la regulación contable, financiera y jurídica.

En cuanto a los derivados, este decreto es una de las principales fuentes de regulación, debido a que hace una recopilación de los mismos y establece como será su manejo en nuestro país, dejando desde un principio claro que son activos que reflejan la exposición crediticia de las contrapartes, enuncia su clasificación según el riesgo que cada tipo maneja, los términos en los que se les permite a las entidades realizar operaciones con derivados financieros, tal y como las sociedades administradoras de fondos de pensiones, los fines que se persiguen con los mismos, su manejo, entre otros. Es fundamental ya que reiterando lo mencionado, recopila lo que se dice en las demás normas expuestas en dicho trabajo.

8.5 CAPÍTULO XVIII DE LA CIRCULAR BÁSICA CONTABLE Y FINANCIERA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (CIRCULAR EXTERNA 100 DE 1995 MODIFICADA POR LA CIRCULAR EXTERNA 041 DE 2015)

Esta circular es sin duda alguna un pilar para la regulación de los derivados en Colombia, se afirma de tal modo, ya que la Superintendencia Financiera se

encarga de contextualizar a posibles interesados en intervenir competitivamente en el mercado actual de valores o quienes se encuentren inmersos en este sobre las definiciones y grandes rasgos característicos de estos instrumentos financieros, además de establecer detalladamente el funcionamiento de los mismos y como se deberá llevar a cabo su negociación, es decir, sus requisitos y manera de empleo en la práctica.

Dicho capítulo en un primer momento opta por definir entonces – como se mencionó anteriormente- lo que se entiende por conceptos básicos para el manejo de los derivados financieros y, por tal motivo hace una aclaración de que acoge los significados contenidos en la ley 1314/09.

Luego de este recuento se entra en materia de los requisitos mínimos para su ofrecimiento y negociación, es entonces, cuando se menciona que para transarlos (los derivados no estandarizados) deben estar contenidos en un contrato marco, el cual consagrara las disposiciones para el manejo de condiciones mínimas para ejecutar dicho contrato.

Se menciona la importante distinción entre el mercado estandarizado –que como hemos mencionado anteriormente- es el que se encuentra regulado por la Bolsa de Valores de Colombia, mientras que existe a su vez el mercado OTC, el que contrariamente se acopla de manera exacta a las necesidades y satisfacción de los intereses de las partes, ya que aquí los derivados son transados por fuera del mercado regulado por la Bolsa de Valores. No obstante, estas operaciones -con instrumentos financieros OTC- deben ser registradas como los estandarizados, pero, estos serán en un módulo de registro de instrumentos financieros derivados y productos estructurados de un sistema de registro de operaciones sobre valores, con las condiciones descritas en el decreto 2555/10.

A lo largo de la norma se establecen disposiciones generales sobre la obligación de capacitar a las personas que se encuentran a la disposición del uso de estos, la de consagrar en cada entidad vigilada procedimientos para asegurar dichas

operaciones dependiendo de su ordenamiento interno, de contar con un sistema de control de riesgos y prácticas adecuadas, de mantener informada a la contraparte y a los clientes en las operaciones que se lleven a cabo, entre otras, en aras de mantener un marco eficiente para el funcionamiento de tales instrumentos.

A su vez, se detalla el funcionamiento de cada tipo de derivado, la manera de mantenerlos en constante progreso y el cumplimiento de condiciones mínimas para su correcto desarrollo como la identificación del fin que buscan, mantener de manera permanente una evaluación sobre las variaciones en las tasas de interés, de cambio, el riesgo de las operaciones, el valor subyacente, el valor razonable, para que de tal manera no haya una sorpresa en el valor final del contrato, que todas estas variables de las que depende la remuneración sean minuciosamente estudiadas y, que de tal manera prevalezcan las ganancias y la prosperidad económica para sus adquirentes.

En un apartado, incluso, menciona que no es necesaria la realización de un contrato marco, si la otra parte incorpora las cláusulas mínimas previstas en el ISDA o cuando la contraparte es el Banco de la República. Así las cosas, para la realización de este tipo de operaciones, en las que no se cuenta con un contrato marco, se debe optar por la utilización de un contrato conocido como confirmación larga (*Long Term Confirmation*), en la cual, como se mencionó anteriormente, se estipulan en la conformación de la operación de derivado no estandarizado, las condiciones básicas de los contratos ISDAS.

Es entonces en este instante que deviene necesario contextualizar mencionando que ISDA International Swaps and Derivatives Association, es una institución que actualmente cuenta con 67 países miembros, es la encargada de controlar el riesgo del mercado de los derivados como instrumentos financieros por medio de unos requisitos detallados que debe contener su negociación, esto, con la finalidad

de hacer este mercado no estandarizado mucho más seguro y eficiente para posibles inversionistas en el mismo.

Finalmente se mencionan cuáles son las condiciones de cumplimiento, de la terminación anticipada, mora, cláusulas especiales del contrato y diferentes cálculos para tener en cuenta el riesgo de las variables que se mencionaron previamente.

De esta manera se observa que es una circular muy amplia y que cumple con su cometido principal de homogenizar la exposición a los riesgos presentes en el mercado de crédito y para quienes constantemente intervienen en el mismo como las comisionistas de bolsa y, adicionalmente se toma el tiempo de cuantificar los estándares de medición de riesgos mínimos para que adoptando las medidas en ella mencionadas se logre obtener un mercado seguro, con constante crecimiento, pero siempre teniendo en cuenta a la hora de materializar las diversas actuaciones, cierta cautela, para no incurrir en un debilitamiento de dichos instrumentos financieros.

8.6 CIRCULAR REGLAMENTARIA EXTERNA DODM 144 DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Nace como una reglamentación a la resolución externa 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República con el propósito de regular las operaciones derivadas entre diferentes participantes del mercado cambiario colombiano, incluye regulación sobre la negociación con zona franca, residentes, no residentes y agentes extranjeros, para quienes varían todo tipo de condiciones dependiendo si se trata de una operación peso-divisa o divisa-divisa sobre diferentes derivados, tal y como, riesgos derivados de tasa de cambio, tasa de interés e índices bursátiles.

Menciona una excepción importante consistente en que las operaciones de derivados sobre hidrocarburos y minería deben ser sometidas a régimen especial y por tanto solo podrán realizarse únicamente a nombre de la sucursal en Colombia.

Por último, a manera de brindar una ejemplificación clara al usuario explica detalladamente como diligenciar formatos de operaciones derivadas y, trae un apartado exclusivo en el que se define como proceder a completar cada casilla, lo cual resulta muy útil para quien requiera realizar una operación de este tipo, incluso, brinda los formatos al final de la circular para tomarlos como base en el futuro.

9. NEGOCIACIÓN DE CONTRATOS OTC EN COLOMBIA Y EN EL MUNDO

9.1 CONTRATO MARCO

El contrato marco es aquel encargado de regular a grandes rasgos la negociación con instrumentos financieros derivados en el mercado no estandarizado, es importante hacer la aclaración de que actualmente hay varias entidades colombianas que poseen su propio contrato marco, no obstante, el más utilizado, completo y práctico es el redactado por Asobancaria, el cual recoge las condiciones básicas que trae el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Dentro de los contenidos mínimos con los que cuenta este tipo de contrato se encuentran:

- Se interpretarán los enunciados según las normas del código civil y adicionalmente prevalecerán los pactos específicos entre las partes.
- Se debe determinar quiénes son las personas capacitadas para comprometer la entidad mediante este tipo de contrato y especificar sus facultades en el mismo.
- Se considera como justa causa de terminación anticipada cuando ocurre:
 - No pago de los flujos de las operaciones o entrega del subyacente.
 - Reorganización empresarial.
 - Cambio de control.
 - Variación en la calificación de la contraparte (disminución en la calificación de riesgo en dos escalones).

- Tiene en cuenta a su vez las situaciones que conllevarán a la configuración de un incumplimiento, como la mora en el pago de las operaciones o la entrega del subyacente, el incumplimiento en el establecimiento de garantías y finalmente la falta de capacidad para manejar este tipo de operaciones financieras de algún interviniente en el contrato.
- Los efectos tanto de la terminación anticipada como del incumplimiento son la extinción del plazo, la liquidación anticipada y la mutación de la obligación principal a una compensación debido a que las partes se deben otras obligaciones recíprocamente.
- Se da la posibilidad de añadir cláusulas especiales para complementar las anteriormente mencionadas, a continuación se hará una breve ejemplificación de las mismas:
 - Cancelación antes del vencimiento en fechas determinadas de saldos a favor, debe estar por escrito.
 - Compensación de operaciones con derivados.
 - Compensar y liquidar en una cámara reguladora cuando las partes lo convengan.
 - Mecanismos para demostrar las garantías y respaldar la operación.
 - Criterios mínimos.
- Finalmente se menciona la oportunidad de adicionar dos cláusulas específicas para los contratos marco de este tipo de operaciones, cuando las mismas son de crédito, una versa sobre la condición de que las partes no pueden cancelar unilateralmente o reducir el plazo de vencimiento preestablecido y la otra en que el vendedor no puede incrementar el costo del instrumento financiero derivado.

Es de anotar -como se mencionó anteriormente- que varias entidades se han esforzado por desarrollar su propio modelo diferente de la versión de los ISDA Master Agreements y es por esto que a continuación se hará una mención breve y general, en aras de darle al lector esa noción ordinaria a la que hace alusión cada institución con su propuesta.

- Contrato marco Asobancaria: crea un modelo propio y de libre adhesión para las operaciones con este tipo de instrumentos financieros, es diseñado para el uso entre entidades adherentes y entre estas mismas con sus clientes, sin embargo, ha sido difícil en la práctica ya que cada entidad desea crear un contrato individual con base a este.
- Contrato marco del Ministerio de Hacienda: es un modelo elaborado en el año 2002 y tiene como finalidad que todas las operaciones con derivados financieros entre el ministerio y las diferentes entidades financieras locales se regularán por este. Lo importante es que estas operaciones tienen varias limitaciones y condiciones y por esto mismo se deben transar bajo este contrato.
- Contrato marco de la Superintendencia financiera: contiene las reglas básicas establecidas en el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, estableciendo los requisitos mínimos con los que debe cumplir este tipo de contrato en cualquier entidad.
- Contrato marco del Banco de la República: este contrato marco ha sido creado para la negociación de operaciones europeas tipo CAP, es por esto que difiere en gran medida de las disposiciones que se usan en el resto de contratos marco.

9.2 CONTRATO ISDA

En el intento de lograr una mayor estandarización de la documentación utilizada para regir la negociación de contratos derivados varias instituciones financieras crearon sus propios contratos marco, no obstante esto no fue suficiente y, como era predecible con el uso de un contrato propio por parte de cada entidad no hubo una real estandarización, sino que por el contrario, siguió reinando la dispersión.

Por tal razón un grupo de norteamericanos en 1985 se vió en la tarea de crear la entidad International Swaps and Derivatives Association, hoy conocida como ISDA, encargada principalmente por unificar términos estándar en la negociación de contratos sobre tasas de interés, la de velar por la seguridad y la eficiencia del mercado global y en ascenso de los derivados financieros. Es entonces como esta misma se convierte en una líder poderosa de este tipo de negociaciones, estableciendo y promoviendo tanto prácticas, como procesos, que permitieran un ejercicio correcto de dichos instrumentos financieros.

Hoy es una asociación a la que pertenecen alrededor de 850 instituciones miembros pertenecientes a 67 países diferentes y quienes por esta razón –de estar suscritos- deben cumplir con las estipulaciones que se formularon en el ISDA Master Agreement como obligatorias, esto para tres fines principales de reducir el riesgo de crédito de la contraparte, hacer que prevalezca la transparencia y finalmente mejorar la infraestructura operacional de este mercado²².

Profundizando en el ISDA Master Agreement, es pertinente mencionar que no es un modelo único ni vitalicio, sino, que de manera inversa se trata de un documento internacional publicado por la asociación ISDA que se ha modificado atendiendo a los cambios y a las necesidades del mercado actual para fortalecer la protección legal y crediticia de las partes involucradas en una negociación de este tipo. El primer modelo fue creado en 1987 el “Interest Rate and Currency Exchange

²²ISDA. About ISDA. 2016 Disponible en:<http://www2.isda.org/about-isda/>

Agreement” el cual comprendía fundamentalmente swaps de tasas de interés y de tasa de cambio, luego aparece el de 1992 “Master Agreements” con los pactos específicos de “Multicurrency – Cross Border Master Agreement” diseñado para los contratos entre partes ubicadas en diferentes jurisdicciones y el “Local Currency – Single Jurisdiction Master Agreement” para quienes se encontraban bajo la misma jurisdicción. Pero el último de estos se ha acordado en el año 2002 y se trata de una modificación al anterior, pero la cual no deroga las disposiciones pasadas, sino que por el contrario se puede hacer uso de los dos indistintamente por los agentes de mercado.

Frente a los dos últimos, se ha dicho que:

(...) en ambos casos el acuerdo se ha dividido en catorce (14) secciones que delinean la relación contractual entre las partes. Incluye términos estándar que detallan que ocurre cuando una de las partes es víctima de un incumplimiento, de banca rota y como se terminan las transacciones cuando hay incumplimiento sobre derivado no estandarizado. En el ISDA Master Agreement de 2002 hay ocho (8) eventos estándar de incumplimiento y cinco (5) de terminación, los cuales cubren diversas situaciones de incumplimiento que pueden ser aplicadas a cada una de las partes. Sin embargo, frente a una liquidación, la quiebra por el incumplimiento será el detonante más común²³.

Es entonces como el acuerdo de 2002 comienza especificando que toda operación con instrumentos derivados debe regirse por un contrato único marco y que cada parte gozara de obligaciones generales, como realizar el pago según lo dispuesto en el contrato y hacer esta misma entrega en la fecha anterior al vencimiento. Establece a su vez la posibilidad de hacer cambio de cuentas, de optar por una compensación, siempre y cuando, se pague con la misma moneda y verse sobre la misma transacción, posteriormente se determina como se hará la retención de fuentes, las declaraciones, los acuerdos, los diferentes eventos de incumplimiento, los de terminación, incluyendo la terminación anticipada, los

²³ DERIVATIVES DOCUMENTATION LIMITED. What is an ISDA Master Agreement. Londres, 2016. Disponible en: <http://www.derivsdocu.com/services/consultancy/What-is-an-ISDA-Master-Agreement/>

gastos, los avisos, entre otros. Todo esto con el fin de enmarcar las actuaciones en el mercado OTC y como se mencionó anteriormente para hacer de este un mercado más seguro y transparente.

Cabe la pena mencionar que tanto los contratos ISDAS como los contratos Marco usados en Colombia, tiene la siguiente estructura.

- Contrato Marco: en el que se establecen todas las condiciones generales, este contrato es una proforma que no es posible de ser modificada.
- Suplemento (en el caso de los contratos Marco colombiano) o Schedule (en el caso de los contratos ISDAS): es un suplemento en el que se negocian las condiciones particulares que afectan a las partes, es decir, la forma como se termina el contrato, como se netean las posiciones diarias, que parte funge como agente de cálculo, la forma como se disputan los cálculos de dicho agente, entre otros.
- Confirmaciones: Es el documento que se circulan las partes, luego que la operación de derivados ha sido celebrada. En este documento, por regla general deben encontrar términos económicos de la operación.

Cabe la pena destacar, tal y como se hizo anteriormente, que existe la posibilidad de realizar operaciones de derivados no estandarizados sin la celebración de un contrato Marco o un Contrato ISDA, para lo cual se deberá contar con la firma de una Confirmación Larga o *Long Form Confirmation*, la cual además de tener los contenidos económicos, tiene los términos básicos del contrato Marco o ISDA. Se resalta que con la firma de una *Long Form Confirmation*, las partes se comprometen en el futuro a la firma de un contrato Marco o ISDA.

10. ¿CÓMO COLATERALIZAR ESTE TIPO DE OPERACIONES?

10.1 RECOUPONING

El *Recouponing* es la figura de neteo más usada actualmente por los intervinientes del mercado colombiano al momento de pactar operaciones de derivados no estandarizados con otros residentes. Desde el punto de vista jurídico, el *recouponing* no es más que la novación de obligaciones cuando se cumplen ciertas condiciones estipuladas en el contrato marco. Es decir, las partes estipulan ciertos “umbrales” de “movimiento” de los derivados, en otras palabras, establecen hasta qué punto son admisibles ganancias o pérdidas en la valoración diaria de sus derivados, y así, si se llega a presentar que el derivado toca determinado umbral (por ejemplo si está muy perdedor en el mercado), el derivado se cierra y se procede a realizar la negociación de un nuevo derivado que conserve las condiciones básicas el inicial. Así las cosas, el *recouponing* permite neteos periódicos, lo cual sirve de mitigante de riesgo.

Como es apenas entendible, el principal problema de este tipo de mitigante, es la dificultad para encontrar un nuevo derivado que cumpla con la mismas condiciones a las pactadas inicialmente, lo cual le resta operatividad y es la razón por la cual no es la figura más usada en el mundo actualmente.

10.2 CSA (ANEXO DE CRÉDITO)

Es actualmente, la principal forma de realizar la mitigación de riesgos en los contratos de derivados estandarizados, en donde, las partes establecen umbrales de movimiento de las ganancias y pérdidas de los derivados, y así si las pérdidas tocan los umbrales, es menester de la parte, en este caso perdedora o expuesta, remitir un dinero establecido en el contrato para generar el mitigante necesario para poder seguir operando con dicho derivado. El anexo de crédito hace parte del

ISDA Master Agreement y hay tres versiones del mismo, English Law CSA, el New York Law CSA y el Japanese Law CSA.

El primero de ellos, English Law CSA, se encarga de transferir un título o propiedad a un tomador, quien entonces, asume la responsabilidad de hacer posteriormente la devolución del dinero si la parte que realizó la transferencia no incumplió las obligaciones y por esto mismo la garantía no se debe ejercer, porque no ocurrió el incumplimiento para activarla.

El segundo, New York Law CSA es un documento preestablecido que solo puede ser modificado por las partes en un apartado específico en donde la autonomía de la voluntad podrá prevalecer sobre el modelo mencionado en temas determinados como las garantías y que *“opera de forma similar a una prenda, en la medida en que crea un derecho real sobre el bien entregado como colateral y permite que el tomador del colateral (la “Parte Garantizada” o “Secured Party”) use y disponga del colateral, sujeto a la obligación de devolver bienes equivalentes a la parte que otorga la garantía (“Pledgor”) de ser el caso”*.

El tercero, y el menos común de ellos, es el Japanese Law CSA creado en 1995, este representa una guía de manejo de documentos bilaterales para dar seguridad, minimizar la exposición a riesgos en el mercado y brindar apoyo a las partes en las diferentes transacciones que realizan. Será para quienes usen activos japoneses en financiaciones de crédito y por tanto este CSA supone que gobierne la ley japonesa para hacer uso de la garantía²⁴.

Las garantías que se otorgan por el CSA no siempre serán aplicables, es menester en este punto diferenciar los eventos de terminación a los de incumplimiento, esto, porque en principio no es sostenible acudir a las garantías cuando se presenta una terminación, dado que en esta partimos de la ocurrencia de una situación ajena y no atribuible a las partes, no obstante si se posibilita el

²⁴ ISDA. User's guide to the 1995 ISDA credit support annex (security interest subject to Japanese law). 1995. Disponible en: http://www.isda.org/publications/intro/csaug_jplINTRO.pdf

uso de las garantías cuando los eventos de terminación estipulados en el ISDA Master Agreement sean supuestos como *specified conditions*, caso en el que dicho incumplimiento traerá dos consecuencias, la primera es que las obligaciones de la parte afectada se suspenden y la segunda es que se puede hacer uso de las garantías determinadas en CSA. Por otro lado, si se consagra un evento de incumplimiento, siempre será posible recurrir a la activación de estas garantías. Para finalizar este apartado es importante hacer una mención general sobre las diferentes garantías que se proponen bajo el CSA: dinero en efectivo, títulos y otro tipo de garantías.

- Las garantías otorgadas en efectivo en el exterior: en principio estas se registrarán bajo la ley colombiana, sin embargo, cuando estas mismas son dispuestas bajo una moneda diferente del peso colombiano se reglamentará ya no bajo la ley de nuestro país sino por la ley extranjera. Pero para que esta ley sea perfectamente aplicable no puede entrar en choque con el artículo 20 del Código Civil ni el 896 del Código de Comercio los cuales tratan el tema de la autonomía de la voluntad privada y el principio de la territorialidad de las leyes los cuales permitirán que se aplique la ley internacional si no son bienes situados en Colombia.
- Garantías otorgadas en títulos emitidos en el exterior: se trata de un análisis similar al anterior ya que será aplicable la ley extranjera siempre y cuando no vulnere lo dispuesto en las normas mencionadas, es decir, que el título no tenga como finalidad ser ejecutoriado en Colombia.
- Otros tipos de garantías: Títulos y dinero efectivo ubicados en Colombia: son una prenda a favor de los acreedores, pero se encuentran según nuestro ordenamiento jurídico sujetas a la ley colombiana ya que –como se mencionó anteriormente- se trata de garantías ubicadas en Colombia.

11. REGULACIÓN EXTRANJERA: PROTECCIÓN EN LOS MERCADOS²⁵

11.1 DODD-FRANK

El protocolo Dodd-Frank “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” se firmó en julio de 2010, sin embargo este entró en funcionamiento oficial en el 2012. Esto, debido a que en esta fecha se volvió obligatorio para las partes intervinientes en un *swap*²⁶ vigilar su actividad para determinar su regulación. Fue un arreglo a lo que se venía gestionando en el mundo de los derivados, ya que le permite a los comerciantes de *swaps* cumplir lo que disponen los reportes CFTC²⁷ y las reglas externas.

Cabe la pena resaltar que la regulación Dodd Frank es de obligatorio cumplimiento para los denominados Swap Dealers, es decir entidades extranjeras que se dedican de manera profesional a la creación y negociación de este tipo de instrumentos, sin embargo, es deber de estas entidades velar porque todos sus derivados cumplan con la normatividad indicada, afectando de manera directa a los demás agentes como los inversionistas colombianos que tranzan este tipo de instrumentos con esas instituciones.

Dodd Frank se divide en varios protocolos, los cuales buscan ofrecerle mayor seguridad al mercado de derivados no estandarizados. Así las cosas, dichos protocolos tienen la tarea de hacer que los intervinientes del mercado divulguen información sensible al mercado sobre ellos mismos y sus posiciones de derivados. En la actualidad, el último protocolo de Dodd Frank tiene como tarea buscar que

²⁵ Apartado que se toma de: FILLER, Ronald y DEWAAL, Gary. *Trends in the regulation industry for global markets. Dodd Frank*. En: Risk Mathics Financial Institute, Junio, 2016.

²⁶ Se entiende por Swap cualquier derivado financiero que conlleve la entrada y salida de flujos. Se aclara que la definición de Swap para Dodd Frank no se restringe únicamente a la concepción que se tiene en el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, en otras palabras Swap en este sentido es prácticamente cualquier derivado financiero que se transe con entidades internacionales.

²⁷ Currency swaps y currency forward no included in title vit.

los intervinientes del mercado de derivados, acudan a cámaras de compensación, lo cual hace que se reduzca de manera considerable el riesgo de incumplimiento de los mismos.

11.2 VOLKER RULE

Se llama de esta manera por Paul Volcker, economista estadounidense y director de la reserva federal durante el gobierno de Jimmy Carter y Ronald Reagan, fue adoptado en diciembre de 2013 y hubo plazo de extensión hasta julio de 2015.

El objetivo de esta normatividad es regular la actividad bancaria en Estados Unidos, puesto que en dicho país la idea de banca universal es admitida (es decir bancos que se dedican al sector comercial como a la banca de inversión y a la intermediación de valores), con el objetivo de controlar los riesgos sistémicos que se puedan generar.

Con esta norma, el congreso norteamericano busca que ciertos Bancos de gran tamaño en dicho país, tengan límites en sus operaciones de: (i) cobertura (en posición propia) y (ii) de financiación de filiales dedicadas a la negociación de derivados de cobertura.

11.3 EMIR

Entra en funcionamiento el 16 de agosto de 2012, se trata de un modelo regulador que implementa el acuerdo G 20 del 2009, en el cual se dispone que todos los derivados estandarizados y OTC deben ser compensados través de Cámaras de Compensación y reportados a sistemas de reporte autorizados por entidades europeas.

Al igual que ocurre con Dodd Frank y con la Volcker Rule, su objetivo principal es ofrecerle a los agentes del mercado de derivados un mayor conocimiento de su contraparte, de las posiciones de derivados que actualmente posee, y solicita la compensación a través de una cámara central de contraparte, lo cual sumado a la existencia de los CSA de los contratos ISDA firmados, le genera un nivel de seguridad superior a cada una de las operaciones de derivados celebrada.

12. CONCLUSIONES

La importancia de tener conocimiento sobre el manejo de los derivados financieros aumenta exponencialmente día a día, dado que, son instrumentos novedosos que le permiten a las partes intervinientes en determinados negocios mitigar los riesgos a los que están expuestos con las operaciones diarias que tienen que realizar y los cuales son cada vez más utilizados por esa misma necesidad de asegurar el precio final que se pagará o recibirá por la respectiva compra o venta de algún bien.

Su regulación en Colombia aún es muy básica y es por tal razón que al ahondar en la materia y tratar de intervenir en dicho mercado, las personas se encontrarán con un escenario donde predominan los vacíos normativos lo cual les da un margen de maniobrabilidad muy amplio.

Así las cosas, esta popularidad a la que están siendo sometidas dichas herramientas financieras, lo que ha generado es a su vez la necesidad de que se regule más rigurosamente su funcionamiento y por lo tanto internacionalmente ha habido una serie de instituciones que se ha dado a la tarea de crear reglamentaciones básicas para que su uso se dirija por un camino más guiado – como se explicó a lo largo de este trabajo de grado- lo que en últimas se espera y se podría especular desde este estudio es que para que no se repitan desastres como la crisis financiera del 2008 se adopten a nivel mundial las regulaciones existentes y por tal razón no haya una diferencia tan abrupta entre los derivados que se transan en el mercado estandarizado y el no estandarizado. En otras palabras, lo que esto significa es que al final los derivados no estandarizados ya no serán de tan libre funcionamiento y adaptación a las necesidades de las partes, sino que, sin dejar por fuera esos intereses igualmente debe haber unas directrices generales para que no se pueda llegar a tal abuso de los mismos.

BIBLIOGRAFIA

ABELLA ABONDADO, German Darío y QUIROGA BARRETO, Guillermo. *Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores. Tratamiento del riesgo de contraparte en las cámaras de riesgo central de contraparte*. En: Revista de Derecho Privado Régimen jurídico del mercado de valores colombiano. Vol. 19. Septiembre, 2008.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>

COLOMBIA. BANCO DE LA REPÚBLICA. Circular Reglamentaria Externa DODM 144.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPUBLICA. Ley 510 de 1999

----- Ley 964 de 2005.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 2555 de 2010.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular Externa100 de 1995 modificada por la Circular Externa 041 de 2015.

CUARTAS GÓMEZ, Lucas y SIERRA VÁSQUEZ, Paula. Los derivados financieros desde una perspectiva jurídica. Medellín, 2008. Trabajo de grado de Derecho. Medellín: Universidad EAFIT.

DERIVATIVES DOCUMENTATION LIMITED. What is an ISDA Master Agreement. Londres, 2016. Disponible en: <http://www.derivsdocu.com/services/consultancy/What-is-an-ISDA-Master-Agreement/>

ENCICLOPEDIA JURÍDICA 2014. Disponible en: <http://www.encyclopedia-juridica.biz14.com/d/acci%C3%B3n-cambiar-de-regreso/acci%C3%B3n-cambiar-de-regreso.htm>.

FERGUSON, Charles. "Inside Job" [online]. Estados Unidos. 2010. Disponible en: <http://www.fullpeliculashd.com/pelicula/1419/trabajo-confidencial-inside-job.html>

FILLER, Ronald y DEWAAL, Gary. *Trends in the regulation industry for global markets. Dodd Frank*. En: Risk Mathics Financial Institute, Junio, 2016.

HULL, John C. Introducción a los mercados de futuros y opciones. Sexta edición. México: Pearson Educación, 2009.

ISDA. About ISDA. 2016. Disponible en: <http://www2.isda.org/about-isda/>

ISDA. User's guide to the 1995 ISDA credit support annex (security interest subject to japanese law). 1995. Disponible en: http://www.isda.org/publications/intro/csaug_jpINTRO.pdf

LEÓN, Carlos y PÉREZ, Jhonatan. *Caracterización y comparación del mercado OTC de valores en Colombia*. En: Revista de Economía Institucional. Segundo semestre, Vol. 16, No. 31. 2014. Disponible en: <http://www.economiainstitutional.com/esp/vinculos/pdf/No31/cleon31.pdf>

LINARES, Dora. Operaciones SWAP. Disponible en:
<http://www.gestiopolis.com/operaciones-swap/>

MARX, Karl. El capital III. Segunda edición. México: Fondo de Cultura Económica. 1959.

MENDOZA ALVAREZ, Mateo. *Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. Justificación económica de los contratos derivados.* En: Revista de Derecho Privado Contratos. Vol. 17. Diciembre, 2005

OCHOA, Iván Darío y GONZALEZ, Cristina. Evaluación del Mercado de opciones sobre las tasas de cambio: perspectivas para una mejor utilización. Medellín. Escuela de Ingenieros de Antioquia, 2007. Disponible en:
http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1794-12372007000100014&lng=es&nrm=iso

REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. Disponible en: <http://dle.rae.es/?id=CG97oEp>

SALCEDO YOUNES, Yamile. Tratamiento Tributario de los Derivados Financieros. Bogotá: Asobancaria. 2012.

WEISS, David C. Financial instruments. Equities, debt, derivatives and alternative investments. New York: Penguin group. 2009.