

UNIVERSIDAD ANDINA SIMON BOLIVAR
SEDE ECUADOR

ÁREA DE DERECHO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN DERECHO
MENCIÓN DERECHO INTERNACIONAL ECONÓMICO

***“DERIVADOS FINANCIEROS: FORWARDS,
OPCIONES Y SWAP EN LA LEGISLACIÓN
ECUATORIANA VIGENTE”***

JUAN GUAÑO COSTALES

2005

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información o a la biblioteca de la universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.

Juan Guaño Costales

Quito, 14 de noviembre de 2005.

UNIVERSIDAD ANDINA SIMÓN BOLÍVAR
SEDE ECUADOR

ÁREA DE DERECHO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN DERECHO
MENCIÓN DERECHO INTERNACIONAL ECONÓMICO

***“DERIVADOS FINANCIEROS: FORWARDS,
OPCIONES Y SWAP EN LA LEGISLACIÓN
ECUATORIANA VIGENTE”***

JUAN GUAÑO COSTALES

TUTOR: Dr. Bruno Pineda

Quito – Ecuador

2005

juangc1@hotmail.com

ABSTRACT:

La globalización dentro de los mercados financieros internacionales es una realidad palpable que nos conduce hacia una mayor integración e interdependencia entre los mercados financieros locales de todo el mundo. Dentro de este gran mercado existen permanentes fluctuaciones en el precio de los activos financieros, lo que puede producir que se genere un riesgo para los inversionistas, para lo cual la ingeniería financiera en un proceso de innovación, ha creado o adaptado estratégicamente mecanismos como los derivados financieros para volver más eficiente su actividad. En un inicio los contratos a futuro se utilizaron para controlar el riesgo que se generaba por las fluctuaciones en los precios de los productos agrícolas, posteriormente fueron aplicados en el área financiera con el mismo fin en los Estados Unidos y de ahí se expandieron a todo el mundo.

En el área financiera, los futuros, forward y swap, nacieron como instrumentos de cobertura de los riesgos provenientes de la volatilidad de los activos financieros, función que fue cumplida cabalmente y que se reflejó, en la amplia aceptación de los derivados financieros en los mercados internacionales, al punto de convertirse en uno de los mercados más importantes en el sistema financiero global.

Los derivados financieros tienen características muy propias que los diferencian de otras formas contractuales contempladas en el derecho civil y mercantil. En el caso de la normativa financiera expedida en el Ecuador, define correcta y adecuadamente al futuro, forward, opciones y swap, respeta su naturaleza jurídica y sus aspectos esenciales, por consiguiente no perjudica para que se produzca algún tipo de obstáculo, que pueda afectar su correcto desenvolvimiento en nuestro medio. Estableciendo que la Superintendencia de Bancos y Seguros es el organismo estatal al que se le ha otorgado la facultad de autorizar a los bancos e instituciones financieras, para que puedan operar con derivados financieros, una vez que haya examinado como se pretende utilizar y siempre que no se prevea que pueda generarse algún tipo de riesgo grave para la entidad, ya que son instrumentos que deben ser empleados con cautela.

Adicionalmente al estudio jurídico, ha sido conveniente tener un breve acercamiento al mercado local, que nos ha permitido evidenciar que el escaso desarrollo de los derivados financieros en el Ecuador ha sido por una serie de problemas que van más allá del ámbito jurídico como: la falta de educación financiera, el desconocimiento, la poca apertura a nuevas herramientas financieras, la escasa creatividad para optimizar las actividades productivas, imperio del manejo de empresas principalmente desde la perspectiva contable casi no financieramente, la comodidad en adoptar mecanismos tradicionales que resultan menos complicados pero más costosos, falta de una gestión más decidida de las instituciones financieras para ofrecer nuevos productos, difundirlos y asesorar. Circunstancias que deben ser superadas ya que debemos tener en cuenta que, si los derivados financieros son tan empleados en los mercados internacionales, es porque son altamente beneficiosos y nosotros no podemos seguir manteniéndonos rezagados frente al progreso y la optimización, que nos permitan ser más competitivos especialmente en la actualidad donde la ampliación del comercio es una acción decidida que han emprendido todas las naciones. No es que las empresas ecuatorianas sean ineficientes, sino que podrían aprovechar de mejor manera las herramientas que los procesos de innovación financiera han puesto a su disposición, al punto de maximizar sus utilidades y disminuir los costos, ya que muchos han asemejado el empleo de los derivados financieros, a contar con nueva tecnología para la producción.

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por darme la vida, inteligencia y lucidez que me ha permitido superarme hasta alcanzar las metas que me he propuesto. A la Virgen Santísima que siempre ha estado conmigo.

A mis padres Dr. Luis Guaño Chávez y Lcda. Anita Costales Orozco que con su dedicación y cariño, han sabido guiarme a lo largo de mi vida y me han ayudado para poder alcanzar uno de mis anhelos, mi profesión. A mi familia que con su comprensión y afecto hay sido un apoyo en todo momento.

Al Área de Derecho de la Universidad Andina Simón Bolívar y a mis maestros.

A mis amigas y amigos con quienes he compartido tan gratos momentos y que son quienes supieron darme la mano cuando los necesité.

Juan Guaño Costales

DEDICATORIA

Mi trabajo va dedicado a Dios, a la Virgen y a mis queridos padres.

ÍNDICE

	Pág.
INTRODUCCIÓN	8
CAPITULO I ANTECEDENTES HISTÓRICOS	
1. Sistema Financiero	10
2. Innovación Financiera	18
3. Productos derivados financieros	24
CAPÍTULO II ASPECTOS ESENCIALES DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS	
1. Definición	36
2. Naturaleza jurídica	46
3. Objeto	54
CAPITULO III NORMATIVA ECUATORIANA QUE REGULA LOS DERIVADOS FINANCIEROS	
1. Marco normativo	58
2. El riesgo	63
3. Principales derivados financieros:	
3.1 Forward	68
3.2 Opciones	72
3.3 Swap	76
4. Situación del mercado ecuatoriano respecto a los derivados financieros	78
CONCLUSIONES	88
BIBLIOGRAFÍA	92

INTRODUCCIÓN

Los derivados financieros, fruto de un proceso de innovación ocurrido desde hace muchos años en el campo financiero, nos permite apreciar nuevas ideas dirigidas hacia el aprovechamiento de recursos de manera más eficiente, superando obstáculos o peligros que generalmente se presentan dentro de los mercados financieros globales.

El presente trabajo en el primer capítulo, esta destinado ha exponer las condiciones de mercado, que dieron como resultado los procesos de innovación financiera, de tal forma que nos permita percatarnos de las necesidades que se constituyeron en el motor principal, para el aparecimiento de los derivados financieros y darnos una idea de la importancia que han cobrado en el sistema financiero global.

Formas contractuales como el forward, la opción y el swap, han sido vistas con cierto temor por abogados, ya que a simple vista sus nombres anglosajones, parecen inducir a pensar en formas contractuales de gran complejidad que nos resultaría en extremo difíciles de asimilar; situación más alejada de la verdad, ya que como tendremos oportunidad de tratar, son formas contractuales similares a las ya existentes con ciertas variantes propias del campo en el que los aplica.

Una vez expuestos los acontecimientos que motivaron el aparecimiento de los derivados financieros, procedemos en el segundo capítulo al análisis detallado sobre los aspectos esenciales de estos contratos, como la naturaleza y objeto, investigación que se la efectuado con el apoyo de los criterios emitidos por distinguidos tratadistas internacionales de reconocida trayectoria, que nos permite evidenciar cual ha sido la concepción doctrinaria que se ha generado entorno a los derivados financieros, criterios emitidos a la luz de diversas legislaciones mucho más desarrolladas que la nuestra.

Al percatarnos del escaso desarrollo que han tenido los derivados financieros en el Ecuador, a diferencia de lo ocurrido en los mercados internacionales inclusive en países muy cercanos al nuestro como Colombia , nos hemos preguntado si la legislación ecuatoriana vigente facilita la negociación de los derivados financieros permitiendo que se cumplan los objetivos que motivaron su aparecimiento, para lo cual en el capítulo final, exponemos un análisis de la normativa que regula a los derivados, a la luz del análisis efectuado en el segundo capítulo, de tal forma que nos permita darnos cuenta si la normativa desentona o no, con las apreciaciones y enfoque expuesto con antelación.

Dentro de este capítulo final se hace un breve acercamiento a la situación presentada en el mercado local, para enfocar las condiciones dentro de las cuales se desarrollan este tipo de negociaciones, con el fin de enfocar si la poca utilización de los derivados es también influenciada por asuntos del mercado financiero ecuatoriano.

Cabe destacar la enorme limitante y problema que constituyó la falta de información dentro del ámbito jurídico, ya que no es posible encontrar tratadistas nacionales que hagan referencia al tema; pero fundamentalmente el gran hermetismo de las instituciones financieras y la poca disposición para prestar información por parte de los organismos estatales. Razones por las cuales, el presente trabajo, resulta ser novedoso pero algo limitado a la información proporcionada.

DERIVADOS FINANCIEROS: FORWARD, OPCIONES Y SWAPS EN LA LEGISLACIÓN ECUATORIANA VIGENTE

CAPÍTULO I

NOCIONES GENERALES Y ANTECEDENTES

1. EL SISTEMA FINANCIERO

Al hablar del sistema financiero de cada país, éste *per se*, debe necesariamente estar interconectado con el resto de mercados en el mundo, al punto de funcionar como eje facilitador de la unificación de espacios económicos entre estados, promoviendo las relaciones comerciales, por medio de la circulación de capitales y apoyado por los avances tecnológicos que han jugado un papel importante en estos tiempos, puesto que en la actualidad en segundos y minutos se realizan innumerables actos en la red mundial que involucran millonarios movimientos de capitales.

La globalización dentro de los mercados, sin lugar a dudas ha protagonizado grandes cambios llegando a relacionarla o inclusive a entenderla como: “la expansión del comercio internacional, el crecimiento de los negocios multinacionales, el aumento en negocios conjuntos a nivel internacional y la creciente interdependencia a través de los flujos de capitales, para mencionar solo unos cuantos”¹, situación en la que nos vemos envueltos todos y a la cual avanzamos irreversiblemente. Es fehaciente el hecho del expansionismo de los intereses económicos que de una hegemonía nacional o local, pretenden perfilar su poderío hacia otros lugares, todo esto entendido como un efecto

¹ The Economist 1992. Cita realizada por Murice Levi, *Finanzas Internacionales*, McGRAW-HILL, México, 1997. Pág. 11.

del capitalismo voraz en el que nos desarrollamos, donde cada vez se consolida más la situación bipolar de ricos y pobres.

La globalización en el área financiera se presenta como una realidad mucho más tangible a cada momento, ya no es únicamente por los mecanismos de los que se ha servido en áreas de la informática y de las telecomunicaciones, sino por la rapidez en el contagio de las crisis financieras cual enfermedad virulenta de fácil propagación, ya que si nos damos cuenta, todos dependemos del sistema financiero, las actividades productivas requieren de capital para desarrollar sus operaciones, por consiguiente los flujos de capitales circulan a cada momento dentro del sistema financiero, de economías locales de un país hacia otro y viceversa, direccionando de esta forma los recursos donde se los requiera y donde resulten ser más rentables, por lo tanto dentro del sistema financiero unos agentes dependen de otros y en caso de que uno tenga problemas puede afectar en cierta forma la regularidad en el cumplimiento de obligaciones, flujos de capitales, etc., que tiene repercusiones en el resto de agentes involucrados ocasionando crisis v. gr. la crisis asiática, rusa, argentina, donde el Fondo Monetario Internacional ha influido notablemente. Con las facilidades de conexión también surgen diversos problemas, al respecto es necesario referirnos al criterio emitido por Girón, que señala que los “capitales en su movimiento transnacional, evitan todo control por parte de las autoridades financieras nacionales y éstas se asumen como incapaces para alcanzar alguna modalidad de regulación y apenas se plantean objetivos de autorregulación entre los intermediarios”², lo que en muchos casos ha dado como resultado que se produzcan crisis financieras catastróficas con efectos en todo el sistema financiero global como las detalladas.

² Alicia Girón y Eugenia Correa, *Economía Financiera Contemporánea*, México, Universidad Autónoma de México, 2004. Pág. 23.

A criterio de Fabozzi las circunstancias básicas que llevaron a la integración de los mercados financieros serían: “(1) la desreglamentación o liberalización de los mercados y de las actividades de los participantes en el mercado en los principales centros financieros del mundo, (2) avances tecnológicos para monitorear los mercados mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras y (3) la institucionalización cada vez mayor de los mercados financieros mundiales”³, que perfilan los ámbitos en los cuales el sistema financiero adquiere fuerza, convirtiéndose en los pilares donde se logra un sistema financiero con cierta fortaleza, sin menoscabo de lo indicado en líneas anteriores.

Partiendo de lo manifestado *ut supra*, es menester referirnos aunque muy brevemente al funcionamiento del sistema financiero, que nos servirá de base en el desarrollo de este apartado, teniendo en cuenta que el análisis de las operaciones financieras a las cuales está destinado este trabajo, requiere un acercamiento a ciertos aspectos que no son estrictamente jurídicos, pero que por su relevancia y efectos, requieren ser tratados anticipadamente.

Con toda claridad al sistema financiero “no podemos entenderlo necesariamente como un espacio físico concreto”⁴ sino que debemos tratar de concebirlo en un sentido más lato, es decir como: el “conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de las cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando dinero u otros medios de pago para facilitar las actividades de los operadores económicos”⁵, quedando de manifiesto que el sistema financiero no involucra únicamente un simple sector de la

³ Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996. Pág. 9.

⁴ Martín Esteban Paolantonio, *Operaciones Financieras Internacionales*, Buenos Aires, Rubinzal – Culzoni Ediciones, 1997, Pág. 12.

⁵ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Pág. 47.

sociedad donde se realicen ciertas actividades de índole financiero, sino que en cierta forma nos involucra a todos y a la mayoría de los actos que realizamos, de ahí que los derivados financieros empleados por muchos dentro de este gran sistema financiero globalizado, se han convertido en figuras que se han regado por todo el mundo con gran rapidez considerando las ventajas que han aportado en el campo económico.

En el mercado financiero, podemos apreciar el funcionamiento de dos fuerzas perfectamente individualizadas, por una parte está la oferta de dinero y por otra la demanda de dichos recursos. Ambas juegan un papel importante para la estabilización de los mercados. Al respecto, los intermediarios financieros, ejecutan acciones esenciales dentro del sistema financiero, ya que son quienes captan el dinero y se encargan de canalizar dichos recursos en créditos e inversiones, de modo que puedan ser destinados para las actividades productivas que lo requieran, recibiendo por los servicios que prestan ganancias. Vale mencionar que en la actualidad –al menos en nuestro medio- que la intermediación financiera está cambiando de tónica en el sentido de que los bancos, que son quienes generalmente reciben el dinero, para trabajar con él y a cambio pagan los intereses a sus depositantes; ya no obtienen mayor rentabilidad por hacer producir dicho capital, puesto que las tasas internacionales son mucho menores; lo que ha llevado a cobrar comisiones por los servicios que prestan, las mismas que son permitidas por la ley.

En lo que respecta a los derivados financieros, al ser los bancos quienes generalmente celebran estos tipos de contratos, se los ha situado como servicios que prestan a ciertos clientes grandes, que por lo general son los exportadores, importadores, etc., o simplemente para uso propio de los mismos bancos. Aunque el concepto de la opción por el hecho del pago de una prima la podemos catalogar como una operación

más pegada a lo que es una inversión vista desde el punto de vista del tomador ya que desde la contraparte no lo es.

Teniendo en cuenta que el dinero⁶ (obtener una ganancia o minimizar pérdidas) es la finalidad final de las operaciones de derivados, es necesario que nos refiramos únicamente a las tres funciones que cumple, que a saber son: la de ser i) medio de cambio, ii) medida de valor y iii) medio de pago. Si decimos que el dinero es medio de cambio, es debido a que podemos canjearlo por bienes o por servicios, mientras que la persona que lo recibe de igual manera puede intercambiarlo por bienes y servicios, facilitando la división del trabajo y el pago por ello. El dinero es medida de valor puesto que cuantifica en unidades de valor económico a los bienes y servicios, conforme a la calidad y características que tengan.⁷ Finalmente, la función de medio de pago del dinero esta íntimamente relacionada con las dos anteriores, ya que una vez que valora y sirve para intercambiar por bienes y servicios, constituye -la entrega del dinero- el cumplimiento de la obligación asumida; en tal sentido, nuestro Código Civil en el artículo 1610 numeral 2, señala al pago en efectivo (en dinero) como uno de los modos de extinción de las obligaciones.

Mencionado el dinero, no podemos soslayar conscientemente lo que constituye el interés, a sabiendas de las connotaciones que tiene en el área del derecho en general y en los derivados financieros en particular. Es así que para tener una idea cercana cabe señalar que al interés se lo ha conceptualizado como: “las cantidades de dinero que deben ser pagadas por la utilización y el disfrute durante un tiempo determinado de un

⁶ Al respecto revítese la exposición histórica sobre el origen del dinero que parte desde el apareamiento del trueque; y, además, sobre los efectos que tiene dentro de la economía, que se encuentra realizada en la obra de Samuelson. (Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pág. 443 y siguientes.

⁷ Varios especialistas en la materia han manifestado que lo que el dinero no pueda valorar, es decir que no lo pueda cuantificarse en unidades del mismo dinero, carece de apreciabilidad para efectos económicos. Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Pág. 27.

capital consistente también en dinero”⁸, en forma resumida se lo ha llegado a entender como “el precio del dinero”⁹ que debe ser pagado por la persona que se beneficia del dinero que no es suyo en un tiempo determinado.¹⁰ Como veremos más adelante, el interés al igual que el dinero pueden constituirse como objeto de los derivados financieros debido a las fluctuaciones que puede tener en los mercados. Además que los intereses son un elemento de los derivados financieros, para el cálculo de valor presente, valor de inversión y punto de equilibrio.

El sistema financiero se encuentra integrado por diversos mercados, en este sentido, con el pasar del tiempo se han generado múltiples criterios para individualizarlos. Visto desde un sentido lato, teniendo en cuenta el lugar donde se fueron emitidos los instrumentos que se negocian, los mercados financieros globales según Fabozzi, se clasifican en: mercado interno o nacional y mercado externo o internacional. El mercado interno donde las emisiones, negociantes y los negocios se desarrollan todos en un mismo país y el mercado externo que es donde se produce el comercio de valores emitidos fuera de las jurisdicciones del país donde se negocian o los inversionistas son de distintos países¹¹. A juicio de Sanz, el principal elemento dirimidor es la *intermediación financiera*, ya que gracias a este elemento podemos

⁸ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Pág. 42.

⁹ Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pág. 446.

¹⁰ Sin embargo, cabe señalar que el precio que se paga por el uso del dinero es decir el interés, ha generado gran polémica dentro del pensamiento económico en el transcurso de la historia del derecho, tal como lo manifiesta Emilio Díaz Ruiz cuando señala que “por influencia, sin duda de la Iglesia Católica, las «usuras» o intereses estuvieron moralmente en entredicho” (Emilio Díaz Ruiz, *Contratos sobre tipos de intereses a plazo "fras" y futuros financieros sobre intereses*, Editorial Civitas; Madrid, 1993. Pág. 23). Quien a renglón seguido hace una sucinta referencia a hechos históricos que condujeron al apareamiento del interés: de ser inaceptado, pasando por la fijación libre teniendo como base la voluntad de los contratantes, hasta llegar a lo que hoy constituyen las regulaciones del interés máximo establecido mediante ley y a las prohibiciones para que no se pueda producir la usura. Además, hace referencia a la legitimación o justificación de la prestación de los intereses que a juicio del autor en mención, pueden ser razones económicas, de equidad, así como en la teoría de la productividad del dinero, entrando en un acalorado comentario crítico de diversas corrientes que lo han estudiado.

¹¹ Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996. Pág. 10 y 11.

diferenciar los mercados en los que “el inversor no asume el riesgo de la insolvencia del destinatario final de los fondos, al que desconoce, sino del intermediario a través del cual se canaliza el dinero hasta el demandante final”¹² (v. gr. las cuentas bancarias), circunstancia que ha permitido caracterizar al denominado «mercado de crédito»; mientras que por otra parte, tenemos la situación contraria, es decir, aquella en la que la persona que invierte es quien concretamente adquiere de forma directa el riesgo respecto del sujeto que recibe los recursos, tal es el caso de los títulos valor, a éste se lo ha calificado como *mercado de capitales*. El autor en mención también identifica una tercera clase muy particular de mercado (existente en mercados financieros desarrollados) que conforma el sistema financiero, partiendo, de igual manera, del mismo elemento que caracteriza a los dos anteriores, al que lo designa como: *mercado de derivados*, que en cuyo caso, el mismo inversor es quien protege su capital por medio de la suscripción de éste tipo de instrumentos financieros que tienen la peculiaridad de transferir el riesgo a terceros.

Sanz menciona otro tipo de criterio clasificatorio, el mismo que tiene en cuenta el vencimiento del objeto de la negociación, lo que nos da un resultado similar al distinguir dos tipos de mercados: el mercado de dinero o monetario, y, el mercado de capitales o como Paolantonio los clasifica con el nombre anglosajón de money market y capital market respectivamente, el primero que tiene la peculiaridad de tener como su objeto a los instrumentos financieros de elevada liquidez, poseedoras de un riesgo relativamente bajo y, además, su vencimiento es cercano¹³; en el segundo, esto es, el

¹² Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Pág. 48.

¹³ En un orden de ideas que pretende esclarecer las funciones del dinero y su papel dentro de la macroeconomía, encontramos los componentes de la oferta monetaria que, Paul Samuelson detalla, así tenemos la masa monetaria M_1 que “es la suma de las monedas y los billetes en circulación que se encuentran fuera de los bancos más los depósitos a la vista” al que también lo llama “dinero en sentido estricto” y el cuasidinerio M_2 que es el “dinero en sentido amplio, que comprende activos de cuentas de ahorro, además de las monedas, los billetes y los depósitos a la vista”, preguntándose ¿por qué no

mercado de capitales (capital market) o mercado de valores, como su nombre lo indica donde se negocian los valores, que tiene por objeto, entendido según se expresa en nuestra Ley de Mercado de Valores: “canalizar los recursos financieros [directamente] hacia las actividades productivas”¹⁴. Paolantonio es mucho más extensivo al tomar en cuenta otros criterios también importantes. Es así que considera dividirlos en mercados primarios “aquellos en los que se negocian las nuevas emisiones canalizando directamente los ahorros a la inversión productiva” y los mercados secundarios “aquellos en los que se negocian activos financieros ya colocados”¹⁵, situación que a mi parecer tiene una cierta relación e inclusive constituiría un amalgama de los dos anteriores criterios clasificatorios en lo concerniente a los mercados primarios, en vista de que en éste podemos encontrar valores y moneda, no obstante que en el mercado secundario solo pueden constar valores que han circulado previamente.

Dentro de este gran mercado financiero, se realizó Un estudio en 1998, auspiciado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), realizado en el mercado de derivados financieros extrabursátiles, dio como resultado que las cuatro principales categorías del riesgo del precio en el mercado, en ese entonces eran: divisas, tasas de intereses, acciones y productos básicos¹⁶. Estos aspectos, a mi parecer constituirían parámetros para elaborar una sutil diferenciación dentro de los mercados derivados, partiendo de que todos pretenden disminuir el riesgo de las fluctuaciones del precio en

constituye dinero en sentido estricto?, y encontrando la respuesta en la general carencia de la capacidad de utilizarse como medio de pago para realizar compras. (Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pág. 446). Circunstancias que las podríamos vincular directamente para tener una visión mucho más precisa de lo concerniente con el mercado de dinero o monetario que nos encontramos desarrollando.

¹⁴ Artículo 3. Ley de mercado de valores.

¹⁵ Martín Esteban Paolantonio, Operaciones Financieras Internacionales, Buenos Aires, Rubinzal – Culzoni Ediciones, 1997, Pág. 15.

¹⁶ Estos importantes datos y otros mucho más detallados y extensos, respeto a los mercados derivados, están presentados con cantidades que según su autor se acercan mucho a la realidad (Simon Gray y Joanna Place, *Derivados Financieros*, 1ª edición, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2003. Anexo 1 Págs. 38-40).

el mercado, tendríamos los mercados derivados que se refieren estrictamente a instrumentos financieros y un segundo sector que estaría conformado por los instrumentos destinados a la cobertura de riesgo de precios de bienes no financieros como el petróleo, cobre, etc.

2. INNOVACIÓN FINANCIERA

La innovación financiera es un proceso que se ha venido desarrollando desde hace varios años en los mercados financieros internacionales, el tema como tal ha sido desarrollado en innumerables trabajos académicos, fundamentalmente en lo que respecta a tratadistas de nacionalidad española y estadounidense, donde se ha dejado en claro los cambios generados en el ámbito financiero, a los que el derecho necesariamente debe acoplarse. Como un ejemplo palpable de los continuos cambios que se vienen generando dentro del área financiera podemos mencionar el cambio del patrón oro por el sistema de tipos de cambios flotantes, situación que respondió a una realidad en un momento determinado de la historia y que en la actualidad por esos tipos flotantes de las divisas se suscriben algunos derivados.

Como hemos expuesto, el sistema financiero cumple una labor fundamental en el mundo moderno, donde se busca el mejor direccionamiento de los recursos económicos de sectores con superávit, a sectores que mantienen un déficit, lo que se traduce en créditos e inversiones, optimizando de este modo, la utilización de recursos en actividades productivas, tomando en cuenta que no se limita a la utilización de activos de los mercados domésticos de cada país, sino que hay intercambio mundial.

Por otro lado, tenemos los cambios y la variedad de necesidades generadas en el campo económico, y de manera particular en el financiero – bancario, que han influido

en los sujetos que ejecutan sus actividades en ésta área, para desarrollar ciertos mecanismos que son utilizados para hacer más eficiente su actividad, ergo más beneficiosa a sus intereses; procedimientos que muchas veces tienen un nivel evolutivo mucho más expedito en relación con las normas jurídicas que deben regularlos.

Para efectos de comprender lo que sucede en el sistema financiero nacional respecto a los derivados financieros, que lo trataremos en el último ítem del capítulo III, estimo conveniente referirnos en este momento a un aspecto relevante en la innovación financiera, que es la «**teoría del mercado eficiente**», una de las teorías económicas modernas que Samuelson se ocupa de detallar en su obra; pero para evitar confusiones y como él mismo lo manifiesta empleando el término eficiencia: “en un sentido diferente al de otras partes de la economía, [ya que en este caso] significa que la información se absorbe rápidamente y no que los recursos generan la máxima producción”¹⁷.

El elemento primordial que se encuentra en un mercado eficiente es la información, ya que quienes intervienen se benefician de esto para efectuar sus actividades y de este modo obtener mayor rentabilidad. Pongamos el caso en el que una empresa farmacéutica que desarrolla sus actividades de investigación en Sudamérica, un día descubre una planta que mezclada con otros elementos, cura de una forma extraordinaria una enfermedad incurable en nuestros días, desde el momento en el que se dio a conocer la noticia, conforme a la teoría del mercado eficiente, quienes intervienen en el mercado ejercen su presión a la compra de las acciones de la empresa, lo cual empuja el alza del precio. En un mercado financiero eficiente, este tipo de información es absorbida de forma inmediata por todos los participantes que ahí intervienen, situación que se refleja en la rauda incorporación al precio en el mercado,

¹⁷ Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pie de página 8. Pág. 446.

de manera que impide que se produzcan distorsiones del mismo y que evita que uno o unos pocos sean los que se beneficien por esa información.

En vista de que el mercado financiero es extremadamente competitivo, quienes intervienen buscan los mecanismos más eficaces para obtener la mayor rentabilidad, de ahí es que se da “la aparición de nuevos productos financieros, contribuyendo a mejorar lo que se ha venido a denominar la cobertura del espectro, cuyo objeto no es otro que disponer de una amplia gama de productos diseñados para dar satisfacción a cualquier necesidad sentida por la clientela”¹⁸.

Esta creación de nuevos instrumentos para distribuir el riesgo y buscar la eficiencia, a criterio de varios autores es una de las razones para que se produzca la innovación financiera, frente a lo cual agrega Fabozzi que otro grupo de tratadistas considera que “el mayor ímpetu para las innovaciones ha sido el esfuerzo para burlar las reglamentaciones y encontrar huecos en las reglas impositivas”¹⁹, todo lo cual nos lleva nuevamente al punto en el que lo que se buscaría, es lograr las mejores condiciones en beneficio de sus intereses.

En definitiva el mismo Fabozzi, detalla lo que a su parecer es la causa última de la innovación, considerando lo siguiente:

“1. Volatilidad aumentada de las tasas de interés, inflación, precios de acciones y tasas de cambio.

2. Avances en las tecnologías de computación y telecomunicaciones.

¹⁸ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Pág. 70.

¹⁹ Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996. Pág. 29.

3. Mayor sofisticación y entrenamiento educativo entre los participantes del mercado.

4. Competencia de intermediarios financieros.

5. Incentivos para dejar a un lado las reglamentaciones y leyes e impuestos existentes.

6. El cambio de patrones globales de riqueza financiera”²⁰

El Consejo Económico de Canadá (The Economic Council of Canada) ha clasificado las innovaciones financieras en tres categorías²¹:

- i) *Instrumentos para la ampliación del mercado.*- Que fundamentalmente actúa proporcionando nuevas oportunidades para de esta manera atraer nuevos inversionistas que traerán liquidez al mercado.
- ii) *Instrumentos para el manejo del riesgo.*- Que busca trasladar el riesgo de determinados instrumentos financieros hacia aquellos que tienen mejor capacidad para asumirlo o simplemente a aquellos que quieren asumirlo.
- iii) *Instrumentos y procesos de arbitraje.*- Se ha convertido en una de las mejores herramientas de las que se dispone en la actualidad, ya que permite tener con antelación una visión clara de las condiciones básicas dentro de las cuales se van a desarrollar los negocios, protegiendo de

²⁰ Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996. Pág. 29.

²¹ The Economic Council of Canada, *Globalization and Canada's Financial Markets* (Ottawa, Canada: Supply and Services Canada, 1989. Cita que consta en Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996. Pág. 28.

esta manera al inversionista proporcionándole un mayor grado de confianza.

Por otra parte Fabozzi hace también referencia al criterio de Stephen Ross, el mismo que considera que podemos dividir a las innovaciones financieras en dos: en primer lugar tenemos a los «nuevos productos financieros» como es el caso de los derivados financieros que se adaptan a las circunstancias de los mercados donde se comercian y en segundo lugar las «estrategias» que generalmente usan los nuevos productos.

De todos estos criterios reiterativos, se desprende que las innovaciones financieras como bien lo hemos dicho en varias ocasiones, buscan aumentar el beneficio que reciben los actores del sistema financiero. Ergo en los derivados financieros, podemos encontrar que por antonomasia se han constituido en el ícono de la innovación financiera, principalmente como veremos en el siguiente apartado por la respuesta que han dado a determinadas necesidades que se van presentando en el área financiera.

La incertidumbre que de por sí es característica del mercado, es otro aspecto que ha influido en la innovación. Si un día la cotización de determinado activo financiero o tasas de interés o cotización de divisas era «n», al siguiente día o inclusive luego de horas este valor podía variar, por lo tanto es un tanto difícil saber cual será la evolución y las circunstancias que influenciarían drásticamente para un cambio repentino, a pesar de que existen ciertos mecanismos con altas probabilidades de predicción pero recordemos que estos mecanismos dependen de un *coeteris paribus*. No nos olvidemos lo ocurrido a fines del siglo pasado, con las funestas crisis de nuestro país, cuando en un día los precios de bienes y servicios cambiaban inclusive más de una vez, lo que volvía

insostenible la situación ya que los ingresos para la mayoría de la gente era el mismo mas sus gastos se incrementaban aceleradamente.

Finalmente, anejo a lo aludido respecto al apoyo de los avances tecnológicos en el desarrollo de la informática y las telecomunicaciones, que pienso han caminado tomados de la mano a los procesos de innovación; podemos señalar en la actualidad por este medio es factible trasladar grandes sumas de dinero de una institución a otra y de un país a otro, sin la necesidad de que se produzca el movimiento físico del dinero; muchas de las transacciones bancarias que realizamos a diario ya no requieren de nuestra presencia física en la institución bancaria, ya que gracias al Internet uno puede realizar sus operaciones, únicamente identificándose por medio de un nombre de usuario y una clave determinada. Todo este horizonte de tecnificación y avances (como sucede generalmente con todo lo nuevo), ha generado cierta reticencia al momento de aceptarlos, principalmente con lo que ocurre diariamente, cuando personas inescrupulosas quienes han adoptado alias tales como: cyber piratas, hackers o crackers, cometen increíbles fraudes que afectan no solo instituciones financieras sino de cualquier otro tipo llegando hasta las mismas instituciones estatales de países desarrollados; por tales circunstancias, es que en estos momentos y para tranquilidad de todos, los técnicos han implementado y siguen actualizando permanentemente sus seguridades, de modo que en medida de lo posible, se pueda evitar que se conviertan en blanco fácil en la vulneración de sus seguridades y por consiguiente que se llegue a perpetrar un delito que incluya la utilización de herramientas informáticas.²²

²² Valga la oportunidad para referirnos a los cambios introducidos en nuestra legislación por medio de la Ley de Comercio Electrónico, Firmas Electrónicas y Mensajes de datos (suplemento del R.O. No. 597), donde se perfila un excelente avance del derecho en campos que desarrollan rápidamente y requieren de cierta regulación. En este cuerpo legal, a mi juicio encontramos dos aspectos que podemos resaltar; por un lado la tipificación de los adelantos tecnológicos para efectos del comercio electrónico, lo que es también aplicable al momento de suscribir derivados financieros, en razón de que la tendencia

3. PRODUCTOS DERIVADOS FINANCIEROS

Como queda manifestado, producto de la innovación financiera tenemos los productos derivados financieros, en este epígrafe trataremos detenidamente las circunstancias del mercado que dieron origen y evolución de estas figuras contractuales modernas. Pero inicialmente creo conveniente referirme muy sucintamente a ciertas definiciones sobre hechos que acontecen en el ámbito financiero.

Sin lugar a dudas, la historia del sistema financiero global, nos permite apreciar las estrategias que se han empleado, las mismas que han tenido efectos algunas veces positivos y otros negativos, lo que consecuentemente deja valiosas lecciones para quienes intervienen dentro de los mercados. Dentro de los efectos negativos podemos apreciar lo que se denominan las *burbujas y crisis especulativas* que se presentan en el mercado de capitales, al respecto Samuelson manifiesta que una *crisis especulativa* es producto de una «histeria colectiva» en la que “los precios suben porque la gente piensa que van a subir en un futuro, (...) su compra hace que suba su precio, lo que le lleva a comprar aun más, contribuyendo a que la vertiginosa rueda dé otra vuelta”²³, pero es necesario entender que los precios suben no porque estén mejorando los beneficios y dividendos de las compañías, al tratarse de acciones, sino por el contrario aumenta el precio sustentado únicamente en sueños y anhelos. Como ejemplos de estas burbujas especulativas podemos mencionar en el siglo XVII lo sucedido en Holanda con la escalada en el precio de los tulipanes, otro ejemplo encontramos en la bolsa de valores

actual es a minimizar tiempos y costos resultando de esta manera una herramienta primordial para los grandes negocios. Y por otro lado tenemos las reformas que se introdujeron al Código penal mediante la ley 67, buscan tipificar los hechos que personas valiéndose de dichos avances tecnológicos cometen para sus fechorías y que evidentemente no constaban en el la ley sustantiva penal. Un ejemplo es el agregado al artículo 563 del Código penal, donde se hace extensiva la tipificación de la estafa, al individuo que la comete valiéndose de medios electrónicos o telemáticos.

²³ Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pie de página 8. Pág. 460..

norteamericana durante la época denominada los «locos años veinte», donde se produjo una fabulosa subida en los valores.

Samuelson manifiesta que fruto de estas burbujas se producen las crisis y los pánicos económicos²⁴, el tratadista en mención nos expone el gran acontecimiento traumático para la economía estadounidense que tuvo su inicio en el «negro octubre» de 1929 cuando la baja en las acciones se agravó cuando los inversores que adquirieron a crédito acciones no pudieron cumplir con las obligaciones asumidas, lo que dio como resultado la caída mayor del mercado. Esta crisis es la que se conoció como: la crisis de los años 30. Posteriormente se crearon los índices bursátiles que son medidas ponderadas de las acciones de las mayores empresas, es así que tenemos el índice Dow-Jones y el Standard and Poor 500. Todos estos aspectos de burbujas y crisis especulativas que han generado la subida de ciertos activos financieros han sido un motivo para el surgimiento de los derivados financieros, que frente a la incertidumbre buscan generar algo de certeza en cuanto al precio de los instrumentos subyacentes sobre los cuales se suscriben.

En más de una ocasión hemos podido apreciar el empleo del término «activos financieros», pero, ¿qué son? La contestación podemos encontrarla en el mismo texto de Samuelson, que manifiesta que “son derechos monetarios de una parte sobre otra, consisten principalmente en los *activos denominados en dólares* (cuyos pagos se fijan en dólares) y *las acciones* (cuyos valores son fijados en el mercado)”²⁵; dentro de los más importantes tenemos: ‘el dinero, las cuentas de ahorro, los títulos del estado, las acciones, los derivados financieros, los fondos de pensiones’.

²⁴ Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pie de página 8. Pág. 460.

²⁵ Paul Samuelson y William Dordhaus, *Economía*, trad. Ester Tabasco, McGRAW-HILL/Interamericana de España, decimoséptima edición, 2002, Pie de página 8. Pág. 458.

Ahora si nos internamos en la génesis misma de los contratos a plazo (forward), podemos afirmar, que se trata de contratos que ya se utilizaban desde hace mucho tiempo atrás, probablemente en el inicio mismo del comercio de mercancías entre los hombres, teniendo en cuenta las oscilaciones de los precios en el mercado de dichas mercaderías y partiendo del hecho de que la base misma del forward se encuentra en la compraventa. Sanz señala que ya es posible encontrar ejemplos de contratación con entrega a plazo en la antigua China, Arabia, India, Grecia y particularmente en el Imperio Romano, pero es luego en la edad media donde los comerciantes italianos y flamencos incentivados por los Condes de Champaña hacían renacer el intercambio de mercaderías (las ferias datan de 1114), donde por primera vez probablemente se pudieron haber producido los contratos a futuro, pero tiempo más tarde en estos mismos mercados medievales, donde por problemas de traslado de mercaderías, aparecieron nuevas prácticas comerciales, tal es el caso de *lettre de faire*, que era un documento donde se disponía la entrega de una mercadería a futuro, lo que más tarde dio como resultado que estos documentos se conviertan en negociables y por tanto se los podía endosar hasta que sea retirada la mercadería. A inicios de la Edad Moderna por el año de 1730, en Osaka - Japón, encontramos el Dojima Rice Market o cho-ai-mai (comercio de arroz mediante libros y registros), donde se contrataban exclusivamente futuros de arroz y eran nulos los contratos al contado, todo esto por motivo de las fuertes fluctuaciones que se presentaban en la época de cosecha como consecuencia del exceso estacional de la oferta sobre la demanda. Esta exclusividad de firmar contratos de futuros produjo una disfunción entre los precios de futuros y los contratos de opción, que causó el cierre de éste mercado en 1869, pero las fluctuaciones continuaron lo que

provocó que se reabriera dos años más tarde y la consiguiente defensa de estos mercados en base a las bondades que proporcionan²⁶.

Ya para 1851 donde se produce una evolución en los mercados organizados es en Chicago, donde se celebran los contratos a futuro entre agricultores y comerciantes de granos fundamentalmente de trigo y de maíz, ya que las condiciones del mercado ocasionaban que los precios sean considerablemente inestables, por tal circunstancia tanto los productores como los comerciantes, optaron por celebrar acuerdos a una fecha futura donde ya se establecía previamente un precio determinado.

En 1865 se negociaron en el Chicago Board of Trade (CBOT) los primeros contratos a futuro estabilizados, lo que *ipso facto* originó la necesidad de una Cámara de Compensación a fin de avalar el cumplimiento de los contratantes. Ulteriormente se creó el Chicago Mercantile Exchange (CME) como una bolsa de futuros sobre una variedad de productos agroindustriales. La competencia entre estos dos mercados, promovió en mayo de 1972 que el CME cree el Internacional Monetary Market (IMM), una división que se especializó en operar futuros de divisas (éstos futuros son considerados como los fundadores de los derivados financieros) que fueron trasladados de los mercados sobre mercaderías y productos agrícolas, al financiero para afrontar las oscilaciones en la cotización de las divisas respecto al dólar, tal como ocurrió luego de que Nixon declarara la no convertibilidad del dólar. Frente a los futuros de divisas, aparecieron futuros sobre tipos de intereses, tanto a corto como a largo plazo, v. gr. letras del Tesoro a noventa días, contratación hecha inicialmente en el IMM en 1976; luego los certificados de depósito en 1981; también los futuros sobre tipos de interés de títulos hipotecarios (llamados GNMA por la garantía prestada por la agencia federal

²⁶ Todos estos datos son expuestos con mayor laxitud por Sanz (Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Págs. 327- 332.)

Government National Mortgage Association) estos últimos que surgieron frente a la alta inestabilidad de los tipos de interés, seguidos por los futuros sobre el Bono del Tesoro Norteamericano. Inclusive los futuros se extendieron hacia valores de renta variable, es decir sobre índices bursátiles como el Standard and Poor's 500 al cual hicimos referencia en líneas anteriores²⁷.

De lo expuesto, en lo que concierna al nacimiento de los mercados de futuros financieros, éste se encuentra en la ciudad de Chicago, mercado que puede ser catalogado como el centro financiero más importante en lo que a productos derivados se refiere, constituyéndose en una fuente de empleo directo a unas 150 000²⁸ personas en esta metrópoli, ya que es donde se encuentran los tres mercados considerados por expertos como 'los más influyentes'. Es así que ante este gran apogeo, transcurridos varios años de la aparición de los derivados financieros en Estados Unidos, esto es alrededor de los años ochenta, los contratos de futuros y opciones financieros llegan a Europa, conformándose mercados de similares características como es el caso de Holanda EOE (European Options Exchange) 1978, Reino Unido LIFFE (London International Financial Futures Exchange) 1978, Francia MATIF (Marché a Terme Internationale de France) 1985, Suiza SOFFEX (Swiss Financial Futures Exchange) 1988, Alemania DTB (Deutsche Terminbourse) 1990, Italia MIF (Mercato Italiano Futures) 1993²⁹, también a Asia con la creación de Tokyo Internacional Financial Futures Exchange, el Osaka Securities Exchange, el Singapore Internacional Monetary Exchange, en Australia el Sydney Futures Exchange, en Canadá el Toronto Futures Exchange y en África del Sur el South African Futures Exchange, por mencionar

²⁷ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000, Págs. 327- 335.

²⁸ Según datos publicados por el Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en España (MEFF) en el sitio Web: <http://www.meff.com/instituto/futuros/smercs.htm>.

²⁹ Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en España (MEFF) en el sitio Web: <http://www.meff.com/instituto/futuros/smercs.htm>.

algunos ejemplos, con lo que se va consolidando una mayor aceptación a este nuevo tipo de contratos *sui géneris*, que como hemos podido apreciar respondían netamente a las circunstancias que se presentaban en los mercados financieros alrededor del mundo y que esencialmente pretenden afrontar esas exageradas fluctuaciones en varios productos, índices e instrumentos financieros, llegando a lograr su mayor apogeo en la década de los 80 del siglo pasado.

En lo que respecta a los contratos de opción, se ha presentado una situación algo similar. Un dato muy curioso, es el que detallan varios tratadistas, y es el referente a que el primer contrato de opción del que se tiene conocimiento, es el detallado por el filósofo griego Aristóteles, en su obra magistral *La Política*, donde nos cuenta una anécdota sobre Thales de Mileto quien se vuelve rico aplicando sus conocimientos y dejando en claro que lo que un filósofo busca es el saber mas no las riquezas. Es así que Thales de Mileto, luego de un profundo estudio, se percata de que próxima cosecha de aceitunas iba a ser muy abundante, razón por la cual luego de conseguir un capital, entregó a todas las prensas de aceite existentes en la región el *depósito de una fianza*, que le permitiría en una fecha futura, optar por el arrendamiento de dichas prensas en el caso de que él considere conveniente hacerlo, de tal forma que el depósito le permitió pactar previamente el precio que indudablemente era bajo, puesto que para esa fecha no tenía ningún otro competidor. Luego, efectivamente, se produjeron las circunstancias de abundancia que había pronosticado Thales de Mileto, motivo por el cual mucha gente se vio en la necesidad de contratar las prensas que él había arrendado con anticipación, lo que originó, frente a la necesidad, que Thales de Mileto arrendare al precio que el quisiere las prensas. En la actualidad, los contratos de opción no difieren en lo sustancial respecto al ejemplo mencionado, ya que el beneficio que se obtiene sigue siendo el mismo, teniendo en cuenta que estos contratos se han podido trasladar en el

área financiera gracias a los procesos de innovación financiera, claro que de una forma mucho más tecnificada, ya que hoy se hacen análisis sobre la volatilidad de los precios de los instrumentos subyacentes lo que resulta determinante al momento de establecer el valor de la opción, convirtiéndole en un instrumento extremadamente técnico, ajado de predicciones venidas de la suerte y el azar. Como era de esperarse, empezó el abuso respecto de la utilización de las opciones, cuando los especuladores buscando beneficiarse, empleaban todo tipo de maquinaciones para conseguir en un precio bajo los activos que tenían que entregar, o creando falsas expectativas para conseguir un buen precio por las opciones, lo que produjo inclusive el quiebre de mercados v. gr. el de tulipanes en Holanda, produciendo que en otros lugares se practiquen restricciones para su utilización, como por ejemplo en Londres y en Estados Unidos de América (1934).

El mayor adelanto respecto a las opciones, se produce con la creación del Chicago Board Options Exchange (CBOE) y la consiguiente elaboración de las opciones normalizadas, lo que permitió tener mayores garantías para la negociación y evitar los problemas que devenían de las operaciones *over the counter*. Esto sirvió de germen para que luego, conjuntamente con los futuros a los que nos referíamos anteriormente, se expandieran por todo el sistema financiero global, llegando a Europa por primera vez al mercado holandés por intermedio del European Options Exchange en 1978 y al resto del mundo.

En el caso del origen del swap podemos encontrar que es producto de la evolución de dos figuras contractuales llamadas: ‘préstamos paralelos’ (paralell loans) y ‘préstamos adosados’ (back to back), que aparecieron a fines de la década de los setenta en Gran Bretaña con el objetivo de afrontar los problemas producidos por el control de

cambios. El préstamo paralelo consistía en que dos empresas se hacían mutuamente préstamos en distintas monedas de cantidades equivalentes de dinero a un mismo vencimiento, siendo que cada empresa se encontraba en distintos países se contrataba entre matrices y filiales. Pero este contrato trajo dos inconvenientes, el primero jurídico en virtud que si una de las partes dejaba de efectuar el pago, la otra no estaba exenta de cumplir sus obligaciones, básicamente por que estaban involucrados dos contratos separados; y el segundo de balance ya que “aparecían en los balances consolidados de cada grupo por partida doble: como préstamo a terceros y como deuda contraída por una filial, lo que deterioraba los ratios según las condiciones de endeudamiento”³⁰. Por estos inconvenientes se da origen a los préstamos adosados, que constituían acuerdos similares a los préstamos paralelos, pero que el contrato en lugar de celebrarse entre matrices y filiales se celebraba directamente entre matrices domiciliadas en distintos países y únicamente las transacciones se realizaban por medio de sus filiales, de tal forma que ambas empresas se convertían en acreedoras y deudoras mutuamente lo que daba lugar a que se pueda producir una compensación en caso de incumplimiento de cualquiera de ellas. Pero lamentablemente con este préstamo no se lograba hacer desaparecer las anotaciones en los balances de las sociedades implicadas, motivo por el cual se optó por cambiar el tipo de contrato que se utilizaba, del contrato de préstamo se cambió por dos contratos de compraventa de divisas el uno en efectivo en ese momento y el otro a futuro, pero ambos con la misma cotización de las monedas, situación que logró sacar del balance a las operaciones y dar lugar a lo que se denominó SWAP.

Este tipo de transacciones que se estaban efectuando como hemos manifestado desde la segunda mitad de la década de los 70, por las múltiples ventajas desde el punto de vista jurídico, pero principalmente desde el punto de vista económico ya que bajaba

³⁰ Luís Díez de Castro, *Ingeniería Financiera: La gestión de los Mercados Financieros Internacionales*, Osborne/McGraw-Hill, segunda edición, España, sa. Pág. 346.

sustancialmente el costo de las negociaciones, adquieren gran notoriedad cuando en 1981 la conocida empresa IBM mantenía en su poder marcos alemanes y francos suizos los mismos que quería cambiarlos por dólares, es así que el Banco Mundial emitió obligaciones en dólares y efectuó un swap de divisas con la empresa. Posteriormente se empieza a utilizar el swap con atención a los intereses que tuvo mucho más esplendor que el swap de divisas ya que involucra más operaciones y cantidades de dinero.

Con todo este apogeo en la acogida brindada a los derivados financieros, principalmente por las grandes ventajas que proporcionan, en 1984 un grupo de dealers que representaban a las principales entidades financieras, se agruparon con el objeto de unificar la documentación que se empleaba principalmente en lo que a swaps se refiere, con el objetivo de facilitar las transacciones y tratar de disminuir los riesgos que se podrían presentar. Posteriormente esta agrupación da origen en 1985 el International Swaps and Derivatives Dealers Association (ISDA) (que en la actualidad agrupa a instituciones en todo el mundo, vinculadas con el ámbito bancario³¹), que en ese mismo año publicó el primer código de normas uniformes revisadas en el año inmediato posterior. En 1988 fue cuando el ISDA publica los contratos uniformes llamados *master agreements*, aspecto que en la práctica se reflejó en la disminución del tiempo y los costos en la celebración de los derivados, volviéndose mucho más ventajosos de lo que ya eran. Estos se han convertido en los más utilizados, en su contenido constan aspectos referentes a “definiciones, pagos, declaraciones y garantías, supuestos de incumplimiento, terminación del contrato, cálculo de daños, restricciones a la cesión existencia de garantías”³². Por otra parte el ISDA también ha implementado normas de

³¹ <http://www.isda.org>

³² Martín Esteban Paolantonio, *Operaciones Financieras Internacionales*, Buenos Aires, Rubinzal – Culzoni Ediciones, 1997, Pág. 380.

autorregulación para normar los actos de los participantes más fuertes y disminuir el riesgo que se presenta con la utilización de los derivados financieros.

Los derivados financieros al trasladar o distribuir de mejor manera el riesgo del sistema a otros que en definitiva pueden asumirlos, han sido el elemento preponderante para que sean catalogados como positivos tanto dentro de doctrina jurídica y principalmente en la economía; ya que la función que cumplen dentro del sistema financiero es importantísima al disminuir o eliminar los riesgos, de tal forma que han beneficiando a los inversionistas, debido a que su empleo radica en el principio de la ventaja competitiva. No obstante, existen criterios que se contraponen a los derivados financieros, que basan sus apreciaciones en el mal empleo que han sido objeto, generando falsas expectativas, donde los especuladores son quienes obtienen beneficios, pero esa misma parte de la doctrina recomienda que se debe fomentar la utilización y por tanto el manejo sano del riesgo, lo que conllevaría a la salud global del sistema financiero basado en prácticas positivas de la empresa individual³³.

Al respecto Fabozzi manifiesta que la volatilidad en los activos financieros que pudieran proporcionar los derivados, “no sería necesariamente malo, sino que podría ser la manifestación de un mercado de funcionamiento bueno, [aunque tampoco] significa que sea buena”³⁴, inclusive dicha volatilidad se podría deber a otros aspectos como la información que se presenta en un determinado momento; de modo que no debemos entender que absolutamente todos los efectos que nos pueda presentar este particular aspecto de la innovación financiera, sea irremediablemente malo.

³³ Thomas Siems, *Los Derivados Financieros: ¿Se justifican más regulaciones?*, Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Volumen XLII, número 1, enero – febrero de 1996.

³⁴ Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996. Pág. 536.

Particularmente el contrato de compra a futuro (forward), permite a los inversionistas protegerse de los riesgos asociados al movimiento de los precios del activo subyacente que les resulten adversos o también para asegurarse flujos, de tal forma que quien contrata pacta previamente el precio que se va a pagar, eliminando de esta forma en el caso de las fluctuaciones del precio que estas le puedan ocasionar pérdidas y en la cuestión de asegurarse flujos es con el objeto de garantizarse la disponibilidad del activo que va a requerir en el futuro de modo que le evita pérdidas, inclusive puede equilibrar pérdidas monetarias. Pero esto en el caso en que las fluctuaciones se comportaran de la forma tal, que al momento de ejercer el derecho contenido en el forward, resulte positivo hacerlo. Y ¿si no lo son? La respuesta es simple, se tiene que cumplir con el negocio pactado. Pero de este supuesto es de donde surgió la motivación para contemplar como una alternativa a los forward, el contrato de opción, donde uno adquiere una facultad para ejercer mas no la obligación. Cabe señalar que a la opción se la emplea como un instrumento especulativo, es decir que se adquiere con el fin de afrontar posibles fluctuaciones en el precio de los activos subyacentes, es decir a modo de un seguro.

Si bien es cierto que tanto el contrato de Forward como el contrato de opción contemplan la posibilidad de disminuir el riesgo respecto al valor del activo sustentante, con lo manifestado podemos establecer la principal diferencia que existe entre ambos, en razón de que el primero protege frente a una eventual subida del precio y de no ser así el único beneficio que se obtuvo fue la certidumbre de saber cuanto es lo que se va a pagar; mientras que el segundo, esto es, la opción, permite *limitar el riesgo, manteniendo* un eventual beneficio que puede hacerse efectivo frente una posible fluctuación del precio en el mercado, lo que lo convierte en una herramienta que lo permita moldearse a las circunstancias presentadas en el momento, facilitando la gestión

tanto del riesgo como del rendimiento. Teniendo en claro que por ese derecho que se adquiere, se tiene que pagar un precio al que se lo ha llamado prima, la ventaja para el tomador se encuentra que en que la ganancia que pretenda obtener con la ejecución de la opción, sea mayor que el precio que se pagó por la prima.

En definitiva, queda en evidencia que la razón de ser de los derivados financieros es la de proporcionar al inversionista un grado certeza frente a un negocio en el futuro, donde está latente la probabilidad de riesgo, partiendo del supuesto que el mercado financiero (como lo he relatado en el transcurso de todo este capítulo) es extremadamente vulnerable y por lo tanto sensible a acontecimientos de distinta naturaleza.

CAPITULO II

ASPECTOS ESENCIALES DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

1. DEFINICIÓN

En el capítulo anterior, hicimos referencia a lo concerniente a la innovación financiera, donde detallamos las características del sistema financiero que motivaron múltiples cambios; por tal motivo, resulta en extremo interesante hacer un análisis conceptual y esencialmente jurídico de esta nueva realidad, que constituyen los derivados financieros. Pero no quisiera iniciar sin antes recordar para que de esta manera tengamos presente que: el derecho continuamente va evolucionando acorde al desarrollo de la sociedad, es decir que se va acoplado a las nuevas situaciones que se presentan, regulándolas.

Al referirnos a los derivados financieros, muchas veces sucede que quienes escuchan este nombre, les resulta difícil asociar los vocablos para establecer ¿cuál sería su significado? o ¿a qué hacen alusión?; es así que, al acudir al diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, si buscamos la palabra *derivar* encontraremos que ésta proviene del latín «derivare», que significa (en su primera acepción) “traer su origen de alguna cosa”, lo que nos aporta ya una idea, de que se trata de instrumentos que provienen de algo más y que justamente se enfoca en otros instrumentos financieros, de los cuales que obtienen su nombre.

Es así que podemos plantear una aserción, manifestando que los derivados financieros, deben su origen y su nombre, a otros instrumentos financieros sin los cuales irremediamente *no* podrían existir. *Estos instrumentos, basamento de los derivados, tienen la característica de que su valor económico fluctúa en el mercado, conforme a*

las circunstancias que se presenten, en un momento determinado. Este aspecto, como lo hemos señalado, es el que ha primado al momento de efectuarse un proceso de innovación financiera, ya que los derivados financieros buscan disminuir o eliminar el riesgo que se presenta por dichas fluctuaciones.

En definitiva, a ese otro instrumento financiero por la importancia que tiene para los derivados financieros, es que se lo ha apodado, a saber, de las siguientes maneras: instrumento o activo: *subyacente, originario o sustentante*. Teniendo como base lo establecido en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria, en el apartado donde se trata sobre las operaciones de las Instituciones Financieras, este *instrumento subyacente, originario o sustentante*, puede ser “el activo, el tipo de cambio, la tasa o índice”, pero sin perder de vista lo dicho inicialmente y que en el referido texto a renglón seguido se hace hincapié, esto es: “cuyo movimiento de precio determina el valor de un derivado”.

Al margen de lo expuesto, es pertinente manifestar que a los derivados financieros, dentro del derecho comparado, se los ha denominado de distintas formas; a menudo encontramos que se los llama «instrumentos derivados financieros», otras veces «instrumentos derivados», así como también «productos derivados financieros», inclusive «productos derivados» o simple y llanamente «derivados». Respecto a la utilización de estos distintos apelativos, en doctrina no es posible apreciar una corriente fuerte y bien definida que los diferencie, es decir, cuándo se debe emplear un término y cuándo otro; lo que en todo caso se ha perfilado en el empleo generalizado de dichos términos en sentido análogo³⁵.

³⁵ Salvo el criterio de Sanz quien manifiesta que existe una distinción entre los términos antes referidos, distinción que la hace teniendo en cuenta la normativa española y comunitaria, estableciendo sutiles diferencias en cuanto al aspecto tributario y al carácter negocial que les caracteriza en esas

Adicionalmente, ese recelo a los derivados financieros ocasionado por su desconocimiento y abuso, se suma la permanente creación de nuevos tipos de derivados, fruto de la constante innovación financiera, los mismos que en su gran mayoría adoptan nombres anglosajones v. gr. forward rate agreement, knock out options, knock in options, insurance derivatives, currency swap, forward exchange agreement, caps, floor, collar, participating forward contract, entre otros tantos; pero que en la mayoría de los casos no son más que los derivados financieros básicos, (a los que estamos haciendo permanente alusión en el presente trabajo), que se les ha incrementado únicamente ciertas características individuales de acuerdo a necesidades particulares.

Partiendo de lo manifestado y teniendo en cuenta la perspectiva financiera, la función de los derivados financieros (que nos permita caracterizarlos), puede ser vista desde dos enfoques:

- i) El primero es visto únicamente desde el punto en el que existe el interés patrimonial en un futuro, de una parte sobre un activo financiero determinado, frente a lo cual existe el interés de la otra parte para transferir ese activo financiero, con lo cual encontramos los dos intereses contrarios pero complementarios entre sí.
- ii) Y en segundo lugar y lo más importante en los derivados, es considerarlos una herramienta para disminuir o eliminar el riesgo en el futuro proveniente de las fluctuaciones o la escasez originadas en el mercado de los activos financieros que sirven de sustento para los derivados. Lo que en definitiva se perfila en el traslado previa una negociación de los riesgos a otros quienes quieren asumirlos.

legislaciones (Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz, p.p. págs. 87- 89). En lo personal y a efectos de someternos a nuestra legislación, creo conveniente emplearlos con el carácter de sinónimos.

Todo ello sin olvidar que, básicamente un derivado financiero constituye un acuerdo de voluntades, que se encuentra materializado por medio de un contrato, donde su valor y su contenido depende de la cotización que en un futuro tendría el activo subyacente. En este punto, es preciso establecer que al *contrato* en general, nuestro Código Civil lo define como “un acto por el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o no hacer una cosa”³⁶ –teniendo presente que cada parte puede ser una o más personas-, sin soslayar que como todo acto que tiene efectos jurídicos, debe contener ciertos elementos como la *capacidad* de las personas que intervienen en el acto, el *consentimiento* expresado favorablemente, la *causa lícita* y el *objeto lícito*; aspectos que de no existir llegarían a invalidarlo.

Al considerar a los derivados financieros como un acuerdo de voluntades, que se plasma por intermedio de un contrato, por lo general podemos encontrar tres facetas plenamente identificadas, primero tenemos la etapa de la negociación, en segundo lugar tenemos la etapa de la perfección contractual y finalmente la etapa de la consumación del contrato o simplemente de cumplimiento de lo estipulado, que son las mismas que en cualquier otro tipo de contrato.

Por su parte, nuestra norma sustantiva civil, en el artículo 1588, establece en la parte pertinente que *todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes*, de cuya disposición se consolida la obligatoriedad para el fiel cumplimiento de lo acordado y, paralelo a esto, las medidas que la misma ley establece, para que pueda adoptar la parte que se sienta perjudicada en caso de incumplimiento. No olvidemos que para que un contrato no sea invalidado, debe cumplir con los parámetros señalados en la misma ley, como es el caso de ser suscritos de forma libre y

³⁶ Art. 1481 Código Civil.

voluntaria; y, que no contengan vicios que lo nulifiquen tales como: el error, la fuerza o el dolo.

De las definiciones que se hacen al inicio del IV libro del Código Civil en lo referente a los contratos, al aplicarlas a los derivados financieros podemos afirmar que: es un contrato *bilateral* ya que son las dos partes que intervienen en la celebración del contrato, es decir quienes suscriben el documento son quienes se obligan recíprocamente. Es *oneroso* ya que ambas partes dan u ofrecen dar algo a cambio de algo más (aunque aparentemente, en vista de que se depende de que se produzcan ciertas circunstancias) con la celebración del contrato. Es un contrato *conmutativo*, ya que ambas partes suscriptoras del contrato, se obligan la una a entregar algo y la otra en dan u ofrecen dar algo a cambio. Podemos decir que es un contrato *principal*, en virtud de que subsiste por sí mismo es decir que no depende de otro contrato, aunque es importante manifestar que el contrato de derivados puede haber tenido como antecedente un contrato marco donde ya se fijaron los parámetros generales de celebración lo que no cambia su carácter de contrato principal.

Esta concepción estrictamente civilista es necesario que la vinculemos con principios mercantiles y del derecho financiero particularmente bancario, puesto que al estar relacionadas instituciones del sistema financiero y además los mercados organizados de valores, resulta imprescindible que analicemos las implicaciones y ciertos lineamientos que se presentan en normas como el Código de Comercio, Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Ley de Mercado de Valores, entre otras. Es así que, la Ley de Mercado de Valores en el artículo 2 al establecer el concepto de valor, señala que “se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre

otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, *contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta (...)*”, con lo cual se está otorgando la calidad de negociables a los contratos de derivados financieros, lo que permitiría que circulen libremente dentro de dicho mercado.

A todo esto se suma la constante apreciación que la doctrina hace manifiesta al considerar a los derivados financieros como contratos *atípicos*, entendido por atípicos como en palabras de Sanz a “aquellos que carecen de una normativa aplicable prevista en la ley (...) que haya sido sancionada legalmente (...) [por lo tanto] los productos financieros derivados son en definitiva contratos atípicos por cuanto no ha previsto el legislador la normativa aplicable a los mismos (...) que los ampare desde la perspectiva del régimen contractual aplicable, pues la mayor parte de la normativa desarrollada al efecto ha tenido lugar con una finalidad de control y supervisión de su utilización”³⁷ criterio que se encuentra en consonancia con lo expuesto por Ruiz Díaz, quien además manifiesta el por qué de esta situación, cuando afirma que “la atipicidad es una cuestión íntimamente vinculada con la causa del contrato”³⁸, la misma que, dicho sea de paso, es la cobertura del riesgo, situación muy particular difícilmente asemejable a otro tipo de contratos del derecho civil y mercantil, pero no por ello escapa a la legalidad. Sin embargo, el mismo Sanz, ya los considera como *contratos socialmente típicos* ya que pese a no tener una *disciplina* normativa consagrada en la ley, su constante utilización les otorga de un *nomen iuris*. En todo caso, cobijados con las apreciaciones que cada uno de estos autores ha efectuado de sus legislaciones, podemos efectuar una comparación con lo ocurrido en el nuestro país, ya que el legislador ecuatoriano poco o

³⁷ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz, Págs. 232 y 237.

³⁸ Emilio Díaz Ruiz, *Contratos sobre tipos de intereses a plazo "fras" y futuros financieros sobre intereses*, Editorial Civitas; Madrid, 1993. Pág. 102.

nada a hecho por otorgar un régimen jurídico aplicable para los derivados financieros, sino que lo único que se ha hecho es limitarse a mencionarlos, como una modalidad contractual y negociable de libre realización.

Una de las características de los activos financieros, en razón de encontrarse expuestos a las diferentes circunstancias que se presentan todos los días dentro del mercado, es que sus precios van variando, es decir son volátiles. Estas variaciones del precio, constituyen un riesgo para quienes van a necesitarlos en un futuro, ya que se genera una incertidumbre, sobre cual ha de ser el precio del activo financiero en lo posterior, de tal manera que ese riesgo que se corre con las variaciones del precio del activo financiero, se convierte en un elemento que se busca controlar mediante los derivados financieros. De tal forma que, en lo inherente a la causa de los contratos derivados financieros, distinta a la de otro tipo de contratos, se refleja en la gestión de riesgo del precio de mercado, de otro activo financiero (instrumento subyacente) que se produce con el transcurso del tiempo. Por lo cual, los convierte en un tipo de contrato *sui generis*, a tal punto de preconizar que de no existir el riesgo proveniente de la volatilidad del precio en el mercado del elemento sustentante, **no** existieran los derivados financieros. Por consiguiente la volatilidad del precio de los activos que generalmente son vistas como negativas, pero que no siempre lo son, constituyen un requisito *sine qua non* para la existencia de estas novedosas formas contractuales. La volatilidad en los precios de los activos financieros en la actualidad ha cobrado gran importancia, incluso al ocupar la atención de sectores que no se encuentran directamente involucrados en los negocios. En los últimos tiempos hemos sido testigos de varios acontecimientos que han influido directa o indirectamente en el precio de varios activos, acontecimientos como las tensiones en el Medio Oriente, Asia, etc., desastres naturales, decisiones políticas que se adoptan, en fin circunstancias que de

varias formas influyen generando incertidumbre e ideas de posible escasez dentro de los mercados internacionales, que motivan a que los agentes que adoptan las posiciones de oferentes o de demandantes de activos, ejecuten actos de acuerdo a los acontecimientos presentados y a las perspectivas que calculan. Por consiguiente queda en evidencia el cambio permanente de las condiciones que influyen dentro de los mercados financieros internacionales provocando continuas variantes en lo que respecta a los precios de los activos, circunstancia frente a la cual los derivados financieros cumplen la labor de eliminar o disminuir los riesgos que se desprende de la volatilidad de los precios; así como también de asegurar la disponibilidad de activos financieros en un futuro.

Es menester tener presente que a las instituciones financieras conforme la normativa vigente en el Ecuador³⁹ se les faculta para ejecutar ciertas operaciones, mediante las cuales pueden intervenir dentro del mercado financiero, el Código de Comercio por su parte, en el artículo 3, establece como actos de comercio las operaciones de banco, siendo que, los derivados financieros se celebran generalmente con la intervención de una institución financiera, con lo cual sumado a lo dicho, se les estaría otorgando la calidad de *contratos mercantiles*. Por otro lado, para que las instituciones financieras puedan efectuar sus actividades y en forma particular ésta que es algo riesgosa, “deberán establecer esquemas eficientes y efectivos de administración y control de riesgos a los que se encuentran expuestos en el desarrollo del negocio”⁴⁰, siendo necesario que entendamos por riesgo como lo define el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española a la “contingencia o proximidad de un daño o de un peligro” o más específicamente lo definido mediante resolución de la Superintendencia

³⁹ Art. 51 Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

⁴⁰ Art. 1 Capítulo I de la gestión Integral y Control de Riesgos, Subtítulo VI, Codificación de Resoluciones Bancarias.

de Bancos como “la posibilidad de que se produzca un hecho generador de pérdidas que afecten el valor económico de las instituciones”⁴¹.

En suma, podemos preconizar que los derivados financieros son contratos muy especiales, resultado de un proceso innovador dentro del área financiera, donde han recobrado gran importancia principios básicos en cuanto a materia contractual se refiere, como es el caso del principio *pacta sunt servanda* para el fiel cumplimiento *bona fide* de las obligaciones asumidas.

Para finalizar el presente acápite, una vez que hemos analizado de manera general a los derivados financieros, debemos definir individualmente a los contratos forward, opciones y swaps a los cuales está destinado nuestro trabajo, de manera que nos permita seguir tratando de manera individual su la naturaleza jurídica y el objeto.

Un forward es un contrato bilateral por medio del cual una parte se obliga a la venta de un activo financiero determinado en una fecha futura y a un precio establecido previamente y la otra parte se obliga a comprarlo bajo las condiciones que se estipularon previamente.

Un futuro es un contrato bilateral estandarizado en su cantidad, calidad y fecha por medio del cual una parte se obliga a venta de un activo financiero y la otra parte se obliga al pago en la fecha indicada en el documento. Estos instrumentos son negociados en las bolsas de valores.

Una opción es un contrato bilateral por medio del cual una parte le entrega a la otra el derecho para que ésta en un futuro pueda comprarle (call) o venderle (put) un activo financiero determinado, a un precio y tiempo establecidos previamente a cambio

⁴¹ Art. 2 Capítulo I de la gestión Integral y Control de Riesgos, Subtítulo VI, Codificación de Resoluciones Bancarias.

del pago de una prima. Cuando una opción es ejecutable en una fecha determinada en el mismo contrato es lo que se conoce como opción europea, en cambio si la opción puede ser ejecutada en el transcurso del tiempo cuando el tomador lo crea más conveniente o lo necesite, es lo que se llama opción tipo americana. Cuando al momento de ejecutar la opción el tomador puede obtener ganancias se denomina que la transacción está en el dinero (in-the-money), por el contrario, si en caso de ejecutarse la opción no se obtuvieren ganancias se denomina que la transacción esta fuera del dinero (out-of-the-money) y por último si no genera ningún resultado ni positivo ni negativo se dice que la transacción está al dinero (at-the-money).

El swap es un contrato bilateral por medio del cual una parte se obliga a entregar un activo financiero determinado en una fecha y a cambio la otra parte se obliga también a entregar un activo financiero, cuyo precio y plazo se ha pactado con antelación.

Los derivados financieros tienen dos formas de ser liquidados: una con la entrega efectiva del activo financiero y el consecuente pago del mismo; y, otra por medio de liquidación de diferencias. La primera nos da la idea de un simple contrato de compraventa, en el que una vez llegada la fecha se produce la entrega del activo y el pago por el mismo. Mientras en el caso de la liquidación por diferencias el asunto es diferente, ya que no existe la entrega del activo, sino que se pacta especulativamente sobre el precio del activo financiero en dos fechas distintas, es decir, el precio que se estipula en la celebración del contrato y el precio al momento de la ejecución del mismo, de tal forma que una vez llegado el momento de la ejecución, lo único que hace quien erró en sus pronósticos, es pagar la diferencia que existe entre los dos precios, por vía de compensación, ya que lo único que ocurriría en este caso (de forma

ejemplificativa), es que quien debería transferir el activo financiero a la otra parte, en lugar de comprarlo a un tercero los adquiere al mismo comprador con lo cual únicamente paga la diferencia al compensar las obligaciones. Ahora dentro la misma la liquidación por diferencias podemos identificar la posibilidad hacerse por medio de una cámara de compensación cuando comprador o vendedor adquiere nuevas obligaciones respecto al mismo activo financiero, para lo cual la cámara de compensación interviene facilitando todas las transacciones.

2. NATURALEZA JURÍDICA

Antes de analizar particularmente la naturaleza jurídica de cada uno de los derivados financieros más conocidos (forward, opciones y swap) creo conveniente hacer una breve referencia a lo establece el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores cuando señala que los derivados financieros constituyen *valores negociables* en el mercado, no es también menos cierto que esta circunstancia hasta la actualidad no se ha podido consolidar, debido a que no existe la suficiente demanda ni oferta dentro del mercado y además porque los pocos que existen no han sido estandarizados, circunstancia que ha desembocado en que estos contratos que eventualmente se suscriben, solamente son ejecutados entre los firmantes. Pero cabe señalar que, tal como advertimos en un inicio, los derivados financieros son considerados en los mercados financieros internacionales como valores y además cuentan con su propio mercado que se debe principalmente por el alto volumen que se negocia (v. gr. mercado de derivados mexicanos) donde se los negocian, aunque también existen los llamados *forward rate agreement* (FRA) que no requieren de un mercado especial y que son muy similares a los que se celebran en nuestro medio, circunstancia que ha sido analizada por la doctrina al momento de evidenciar la naturaleza de los derivados. En tal sentido, se ha

manifestado conforme la concepción de valor generalmente aceptada, que un valor es un documento al que se incorpora un derecho para el beneficiario y una obligación para el girador, circunstancia diferente a lo que ocurre con un derivado financiero, ya que en éste documento además de incorporársele un derecho se establecen también obligaciones recíprocas entre el girador y el beneficiario⁴², propias de un contrato, con excepción de la opción en la que una vez que el tomador paga la prima que le entrega el derecho de comprar o vender, prácticamente ya no tiene ningún otro tipo de obligación. Consiguientemente, nos encontramos ante la diferenciación existente entre los contratos forward y los futuros (que son la versión normalizada de los forward) y que disponen de elementos particulares cada uno, como lo manifiesta Díaz “los contratos forward no pueden negociarse libremente, en la medida en que comportan obligaciones recíprocas y, además, se celebran, en la inmensa mayoría de los casos, tomando en su consideración quien es la contraparte en general podrían considerarse *intuitu personae*”⁴³, pero entendido como negociados libremente al hecho de poder negociarlos en *bolsa*, ya que por regla general las partes podrían ceder sus derechos u obligaciones a terceros.

Con este acercamiento, procederemos a tratar la naturaleza de los derivados financieros pero en forma particular, es decir uno a uno los derivados más conocidos, de tal forma que nos sea mucho más minucioso y particularizado el análisis a la realidad de cada uno.

En lo que respecta al *forward*, tiene como antecedente o basamento al contrato de compraventa, es decir un acuerdo por medio del cual dos partes se comprometen, la

⁴² Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz, Págs. 147 y 148.

⁴³ Emilio Díaz Ruiz, *Contratos sobre tipos de intereses a plazo "fras" y futuros financieros sobre intereses*, Editorial Civitas; Madrid, 1993. Pág. 63.

una en adquirir un determinado bien a un precio determinado y la otra en entregar ese bien y recibir el dinero acordado. Pero esta figura contractual tiene mayor alcance que un simple contrato de compraventa, puesto que depende del transcurso del tiempo para la consumación o ejecución del contrato, situación que involucra que las partes tengan que aguardar el transcurso del mismo, con el fin de que la obligación sea exigible. Por otro lado, tenemos la *causa* que los motiva que es completamente distinta a otro tipo de contratos, esta es la gestión del riesgo.

En definitiva, estamos hablando de un pacto perfeccionado en el momento en que las partes comprador y vendedor acuerdan el precio, la cantidad y la fecha en la que deberá ejecutarse el contrato en el futuro, lo que nos da la idea de un contrato de compraventa en el cual ambas prestaciones tanto la entrega del activo subyacente como el pago del precio se encuentran diferidas a fecha futura, es decir que, llegado aquel tiempo únicamente se consuma el contrato.

De tal forma podemos identificar que en un contrato forward hay elementos esenciales sin los cuales no puede existir o se convertiría en otro tipo de contrato, estos elementos son la capacidad, consentimiento, objeto lícito y causa lícita (aspectos comunes para todos los contratos) y los aspectos que lo particularizan como son la existencia del activo financiero cuyo precio fluctúa, y que el pago del precio y la entrega del activo se deba efectuar en el futuro. Todos estos últimos aspectos son esenciales ya que sin ellos se convertiría en otro tipo de contrato, en caso de no existir realmente el activo financiero el contrato sería simulado; tampoco pudiera existir un forward si no se fijare el precio ya que estaríamos ante una donación o en todo caso no se estuviera cubriendo ningún riesgo proveniente del precio que es la causa del forward y de no

existir el pacto a futuro simplemente hablaríamos de un contrato de compraventa común.

Ahora al referirnos al contrato de opción, como ya lo definimos arriba, las partes teniendo como base la libre voluntad para contraer obligaciones⁴⁴, han acordado dar vida a un contrato donde solamente una de ellas tiene el derecho mas no la obligación de ejecutarlo, pero para poder disponer de ese derecho tuvo que pagar la prima. Dentro de este panorama, podemos manifestar que se han adoptado varias posiciones respecto a la naturaleza jurídica de la opción, las mismas que nos permiten adentrarnos a su esencia, éstas opiniones a criterio de Sanz se sintetizarían en las siguientes: *oferta o promesa unilateral, promesa de compraventa, cláusula de opción incorporada a la compra venta y la opción financiera como negocio condicional*⁴⁵.

No considero apropiado entender a la opción como una oferta o promesa unilateral puesto que si la entendiéramos así, nos encontramos frente a una limitante, ya que el hecho de ofrecer algo, no constituye formalmente la aceptación de la contraparte a dicha oferta, aceptación que necesariamente producirse en la opción, a fin de que nazca legalmente. De no ser así, lo que sucedería es que se desvincularía el carácter de bilateral que tiene la opción ya que por ese derecho el tomador de la opción paga un precio que es la prima.

No habría lugar a considerar a la opción como una promesa de compraventa ya que en la promesa de compraventa son las dos partes las que se comprometen a celebrar un contrato en un futuro, por lo que se convierte en un contrato bilateral donde las dos partes son quienes deben cumplir con sus obligaciones de celebrar un contrato futuro de

⁴⁴ Artículo 8 Código civil.

⁴⁵ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz, Págs. 411-419.

lo principal. Mientras que en un contrato de opción solo una de las partes es quien adquiere, al cambio del pago de una prima la facultad de adquirir o vender el bien de que se trata, conforme a circunstancias personales que el estime le resulten convenientes o inconvenientes. Sumado por otra parte que, el contrato de promesa de compraventa constituye un contrato secundario que requiere en el futuro de la suscripción del contrato principal, para que este modo se pueda concretar la transferencia del dominio del bien, mientras que en lo que respecta al contrato de opción, es este mismo el que sirve para el cumplimiento de la obligación contenida en el contrato.

Si consideramos al contrato de opción como una cláusula incorporada a un contrato de compraventa, que a mi parecer es un criterio muy cercano a la naturaleza de la opción, claro con una salvedad de que un contrato de compraventa es un acuerdo por medio del cual una parte se obliga a pagar el precio pactado y la otra se obliga a entregar la cosa y recibir el pago; en el caso de incorporar una cláusula de opción a mi parecer, lo que se estaría estableciendo es una promesa que tendría un enfoque unilateral, ya que es solo una parte la que se obliga a entregar el bien en el caso de que la otra considere conveniente ejecutar el contrato, eliminándose de esta forma, la facultad que tendría el vendedor de entregar la cosa cuando él lo estime conveniente para poder exigir que la otra parte pague el precio, aspectos que constituyen característica y naturaleza del contrato de compraventa. Pero si es preciso manifestar que, en caso de extraerse el carácter de ser optativo que tiene la opción, el contrato simplemente se convertiría en un contrato de compraventa. Por consiguiente, lo esencial del contrato de opción es el carácter de ser optativo para una de las partes, luego del pago que hace por el derecho de comprar y vender, de modo que el contrato se perfecciona al momento de la compra misma de la opción y simplemente lo que se retrasa es la ejecución del mismo.

Por último, ver al contrato de opción como negocio condicional, se perfila en el sentido de considerarlo como un acuerdo mediante el cual, las dos partes convienen en que: por un lado, el otorgante de la opción se obligue a entregar o recibir un determinado bien del beneficiario, mientras que es este último quien adquiere ese derecho previo el pago de una prima, consecuentemente, por otra parte, el beneficiario es el que se obliga en contraprestación al pago de un valor o un precio por el otorgamiento de dicho derecho, ya que no se trata de un contrato gratuito.

De lo expuesto podemos identificar que en un contrato de opción hay elementos esenciales sin los cuales no puede existir o se convertiría en otro tipo de contrato, estos elementos son la capacidad, consentimiento, objeto lícito y causa lícita (aspectos comunes para todos los contratos) y los aspectos que lo particularizan como son la existencia del activo financiero cuyo precio fluctúa, el pago del precio, que la ejecución del contrato se deba efectuar en el futuro y que debe realizarse el pago de una prima por adquirir el derecho de ejecutar el contrato. Todos estos últimos aspectos son esenciales ya que sin los cuales se convertiría en otro tipo de contrato y no en una opción.

En lo que respecta al contrato *swap*, se han presentado en la doctrina diversos criterios partiendo desde su traducción al castellano. En muchas ocasiones, incluso en nuestra Ley de Mercado de Valores, se ha optado por llamársele *permuta financiera*, mientras que en otras normas como en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria se ha preferido por llamársele *swap*. Partiendo de este parámetro, podemos seguir introduciéndonos en el tema, individualizando los dos puntos de vista: el primero, que considera al *swap* como una simple permuta y el segundo, sector que niega dicha aseveración.

Para esclarecer el tema, acudimos a nuestro Código Civil, donde se establece que la permuta es “un contrato en que las partes se obligan mutuamente a dar una especie o cuerpo cierto por otro”⁴⁶, de lo cual se desprende que la permuta se produce con la entrega misma de un determinado bien y a cambio se recibe otro, situación frente a la cual la primera vertiente doctrinal, reafirma que se configura la permuta al momento de transferir los flujos de activos. Pero es en este punto donde la segunda vertiente basa su argumento, pues considera que en el caso de swap de intereses o divisas, difícilmente se podría hacer encajar como el intercambio de un bien determinado por otro, ya que en “el contrato swap se intercambian valores, es decir obligaciones de pago dinerarias”⁴⁷, de ahí que en la normativa y la doctrina se prefiera seguir denominándolo swap.⁴⁸

En definitiva, al contrato swap no se lo cataloga como una permuta, debido a que “no tiene lugar el intercambio de una cosa por otra, ni de derecho por derecho, ni deuda por deuda, (...) sino que del contrato resulta el nacimiento de recíprocos derechos de crédito en cuya virtud su titular puede exigir el cumplimiento de la parte deudora de las obligaciones de pago asumidas en virtud de la relación contractual, pura y simple”⁴⁹, lo que nos lleva a entender al swap como un contrato bilateral, mercantil, consensual, oneroso, principal, sinalagmático, pero en cuanto a concebirlo como una permuta personalmente discrepo y me hago eco de las palabras de Díaz Ruiz cuando manifiesta que “no teniendo [el swap] la naturaleza de un contrato de permuta, sería más correcto

⁴⁶ Código civil artículo 1864.

⁴⁷ Ignacio Duque Sánchez de Moya, *El contrato del swap*, en Cuadernos de Derecho Judicial, Contratos Bancarios y Financieros, Madrid, Consejo General del Poder Judicial, 1985, Pág. 188. Citado por Juan Sanz, Derivados...cit. 480.

⁴⁸ Al respecto Martín Esteban Paolantonio se ha expresado en este sentido: “El problema, en cualquier caso, es puramente terminológico, ya que más allá de la denominación, la doctrina ha prescindido, en el análisis legal de la figura, de la estructura legal o conceptual del contrato de permuta” (Martín Esteban Paolantonio, *Operaciones Financieras Internacionales*, Buenos Aires - Argentina, RUBIAL-CULZONI ediciones, 1997. Pág.376)

⁴⁹ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz, Pág. 481.

denominarlo en castellano contrato de cambio financiero”⁵⁰ ya que el término mismo a mi parecer se acopla de mejor manera con la transacción que se está realizando, a pesar de que en nuestro Código Civil se los toma como sinónimos..

Por tales implicaciones, resalta el carácter esencial del contrato swap, como herramienta para identificar, aislar y transmitir el riesgo a terceros, causado por las fluctuaciones del activo financiero subyacente, objetivo éste para el cual fueron creados los derivados financieros.

Al igual que con las otras dos formas contractuales (forward y opción) podemos identificar que en un contrato swap hay elementos esenciales sin los cuales no puede existir o se convertiría en otro tipo de contrato, estos elementos son la capacidad, consentimiento, objeto lícito y causa lícita (aspectos comunes para todos los contratos) y los aspectos que lo particularizan como son la existencia del dos activos financieros en cuyo precio fluctúa en el mercado, el pago del precio, que la ejecución del contrato se deba efectuar en el futuro y que por la entrega de un activo financiero se recibe otro. Todos estos últimos aspectos son esenciales ya que sin los cuales no podemos hablar de un swap.

Compendiando las ideas hasta aquí manifestadas respecto a la naturaleza jurídica de estas nuevas figuras contractuales, encontramos que el elemento vinculante de todos los derivados financieros, es la causa, la que se encamina a la gestión del riesgo que puede desprenderse de la volatilidad del precio en el mercado de determinados activos financieros con el pasar del tiempo, circunstancia que en ámbito financiero es conocida como *transmisión de riesgos* hacia otros, que en definitiva están en capacidad y quieren asumirlo; aspecto que se vuelve necesario para la existencia de los derivados

⁵⁰ Emilio Díaz Ruiz, *Contratos sobre tipos de intereses a plazo "fras" y futuros financieros sobre intereses*, Editorial Civitas; Madrid, 1993. Pág. 71.

financieros. En el caso de las opciones, encontramos cierta similitud con los contratos de seguro ya que ambos buscan cubrir el riesgo, pero la diferencia radica en que en el caso del contrato de seguro, este se está ejecutando desde el momento mismo de la suscripción, circunstancia que deriva en que al momento de sucederse el siniestro vuelve obligatorio para el asegurante el pago del seguro, cuestión distinta al contrato de opción puesto que al momento en el que sucede la circunstancia negativa a sus intereses o en la fecha estipulada para el efecto, el contrato se puede ejecutar, siempre y cuando el tomador quiera hacerlo. Además para el resto de derivados no se encuentran íntimamente ligados a que suceda una circunstancia negativa (lo que en seguros se denomina siniestro) para que sea ejecutado el contrato, es decir la ejecución está en la voluntad de la o las partes circunstancia que fue acordada desde un inicio. Todos estos aspectos hacen que los derivados financieros sean considerados formas contractuales *sui generis con sustantividad propia*, es decir que tienen sus características muy propias que los diferencian en el entorno contractual tanto civil como mercantil de otras figuras contractuales.

3. OBJETO

A riesgo de ser demasiado reiterativo, es menester manifestar que en nuestra norma sustantiva civil señala que “contrato o convención es un acto por el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o no hacer alguna cosa”⁵¹; en tal sentido ese acto o declaración de voluntad de las partes contratantes materializado por medio de un contrato, para ser jurídicamente válido, requiere entre otros aspectos que “recaiga sobre un objeto lícito”⁵². De esta forma, debemos determinar lo que consiste el objeto de un contrato. Apreciado en forma general nos lleva a reflexionar y ha admitir que es la

⁵¹ Art. 1481 Código Civil.

⁵² Art. 1488 numeral 3 del Código Civil.

prestación que se establece en la declaración de voluntad que *se trata de dar, hacer o no hacer*⁵³, es decir, apreciado en un sentido mucho más lato, como el efecto mismo o fin último del contrato, aspecto sobre el cual recae el consentimiento de las partes. Objeto que en lo que respecta a los derivados financieros, se ha encuadrado a lo que se establece el inciso final del artículo 1504 de la ley sustantiva civil, donde se señala que el objeto “es necesario que sea *física y moralmente posible*. Es físicamente imposible el contrario a la naturaleza, y moralmente imposible el prohibido por las leyes, o contrario a las buenas costumbres o al orden público”.

Particularmente al referirnos al objeto de los derivados financieros, previamente podemos distinguir dos contratos que involucran instrumentos financieros, por un lado tenemos los denominados contratos preparatorios o contratos marco; y, por otra parte encontramos las ejecuciones de dichos contratos marco o también llamados *derivados financieros definitivos*. En efecto, resulta primordial hacer esta distinción ya que el objeto de cada uno de estos contratos varía sustancialmente.

Al ocuparnos de los contratos preparatorios, nos referimos a aquellos por medio de los cuales se fijan los parámetros dentro de los cuales se van a celebrar en un futuro los contratos derivados definitivos, es decir son contratos que fijan: en primer lugar la celebración de contratos en un futuro y, en segundo lugar, las condiciones básicas que deberán contener los contratos definitivos. Es así que, el objeto de este tipo de contratos es posibilitar la conclusión del contrato ulterior, lo que se traduce en la suscripción del contrato definitivo.

En lo que atañe a los contratos derivados financieros, es decir, los definitivos -que son los que realmente nos ocupa tratar-, el objeto de estos, es decir el fin último

⁵³ Artículo 1503 Ibidem.

que se pretende por medio de estos contratos se entiende como “el interés patrimonial que existente sobre un determinado instrumento financiero”⁵⁴, lo que se le ha denominado como el interés que tiene la una parte sobre aquella *relación económico-patrimonial* que mantiene la otra parte, sobre el activo financiero sustentante del contrato de derivados financieros o dicho de otra manera es la intención que tiene la una parte en ser el dueño del activo financiero subyacente (asegurarse el activo) y la otra parte de transferir el dominio del activo financiero y recibir el precio. Y en el caso de liquidarse por diferencias, el objeto está en la intención que se tiene, para obtener una ganancia por las variaciones del precio del activo subyacente en el mercado.

Por consiguiente, como el objeto del derivado financiero constituye el asegurarse el activo financiero con un precio en un plazo o la ganancia obtenida de las variaciones del precio en el mercado es importante la especificación que se debe efectuar dentro del contrato de derivados, sobre: el lugar, el tiempo en el que debe ejecutarse el contrato, el activo subyacente y su cantidad; por lo cual constituyen elementos *trascendentales*

Como manifestamos al inicio de este capítulo y en el transcurso del análisis de los principales derivados financieros, considero hacer hincapié en el hecho de que una de las características de los activos financieros que sirven de sustento para los derivados, es la volatilidad de su precio en razón de encontrarse expuestos a las diferentes circunstancias que se presentan todos los días dentro del mercado.

Estas variaciones del precio, pueden constituir un riesgo para quienes van a necesitarlos en un futuro, ya que se genera una incertidumbre sobre el precio que se ha de pagar por el activo financiero en lo posterior, de tal manera que ese riesgo que se

⁵⁴ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz, Pág. 186.

corre con las variaciones del precio del activo financiero, se convierte en un elemento que se busca controlar mediante los derivados financieros.

En los últimos tiempos hemos sido testigos de varios acontecimientos que han influido directa o indirectamente en el precio de varios activos, acontecimientos como las tensiones en el Medio Oriente, Asia, etc., desastres naturales, decisiones políticas que se adoptan, en fin circunstancias que de varias formas influyen generando incertidumbre e ideas de posible escasez dentro de los mercados internacionales, que motivan a que los agentes que adoptan las posiciones de oferentes o de demandantes de activos, ejecuten actos de acuerdo a los acontecimientos presentados y a las perspectivas que calculan.

Por consiguiente queda en evidencia, el cambio permanente de las condiciones que influyen dentro de los mercados financieros internacionales provocando continuas variantes en lo que respecta a los precios de los activos, circunstancia frente a la cual los derivados financieros cumplen la labor de eliminar o disminuir los riesgos que se desprende de la volatilidad de los precios; así como también de asegurar la disponibilidad de activos financieros en un futuro.

CAPITULO III

NORMATIVA ECUATORIANA QUE REGULA LOS DERIVADOS FINANCIEROS

1. MARCO NORMATIVO

Como hemos visto, los mercados de derivados financieros a nivel mundial, constituyen uno de los segmentos más importantes dentro del mercado financiero, debido, principalmente, al volumen de negociación que se presenta a nivel mundial. Una circunstancia que lo ha caracterizado es el hecho de que sus operaciones han sido calificadas como de alto riesgo en virtud de que se las ha asociado con hechos negativos sucedidos que han acontecido con el uso de estos contratos como por ejemplo el riesgo de no pago, problemas de liquidez, etc., lo que irremediamente ha provocado en más de una ocasión que se hayan suscitado efectos negativos, tal es el caso de las quiebras de instituciones financieras, por ejemplo la quiebra del *Barings Brothers Bank* en Singapur que se debió al mal manejo de los derivados. Es dentro de este entorno que en mercados financieros importantes, sus respectivos gobiernos han decidido crear la normativa que permita regularlos; lo que nos ha permitido apreciar que en algunos lugares la normativa ha sido más rigurosa que en otros, debido a las circunstancias particulares que cada uno haya tenido que afrontar.

Por lo general esta normativa ha sido dirigida desde la perspectiva impulsada por los organismos que tienen a su cargo la supervisión de las instituciones del Sistema Financiero en sus respectivos estados. Dentro de esta creación normativa que regula esta nueva realidad presentada dentro de los mercados financieros, Marzorati pone de manifiesto que, “la interferencia puede intentar inhibir o alentar la negociación de los

operadores con derivados, afectando la formación del contrato o su resultado, salvaguardando a sus participantes o, al menos, a algunos de ellos”⁵⁵, tema que indiscutiblemente se ha convertido en un asunto muy polémico dividiendo los criterios principalmente en dos sectores: por un lado tenemos a quienes apoyan la promulgación de una normativa estricta, que se limite extremadamente el uso de los derivados, de tal forma que no se de oportunidad a su mala o inadecuada utilización, ya que ello conllevaría a problemas dentro de las instituciones financieras que las negocian que podrían repercutir en otras y en el mercado; y, por otra parte tenemos a un sector que cree conveniente no regular o una regulación muy laxa, a fin de dejar a la entera libertad de las fuerzas de mercado para que sean estas quienes funcionen a manera como mecanismos estabilizadores, teniendo como parámetros fundamentales la capacidad de negociación y eficiencia que cada uno de los actores involucrados en el sistema financiero debe imprimir a las actividades que realiza. En tal sentido, Thomas Siems le apuesta más al eficiente manejo del riesgo desde la perspectiva de la empresa individual, que al marco regulatorio ya que considera que “las leyes que destruyen los beneficios económicos de los productos derivados pueden mostrarse perniciosas para las empresas, en particular, y para los mercados financieros globales. Las regulaciones exitosas requieren que se haga hincapié en los incentivos y aspectos de autorregulación encontrados en el sistema de la libre empresa”⁵⁶, de tal forma que podemos apreciar la gran cautela con la que deben actuar los impulsores de la normativa, de modo de no truncar ni tampoco permitir el libertinaje dentro de un mercado tan sensible como lo es el financiero.

⁵⁵ Oswaldo Marzorati, Derecho de los negocios internacionales, Editorial ASTREA, segunda edición, Buenos Aires Argentina, 1997. Pág. 498.

⁵⁶ Thomas Siems, *Los derivados financieros: ¿se justifican nuevas regulaciones?*, Centro de Estudios Modernos Latinoamericanos, Boletín CEMLA, volumen XLII número 1, enero – febrero de 1996, México D. F., Pág. 26.

Con este antecedente en este apartado, procederemos a analizar la normativa que regula los derivados financieros aclarando que en nuestra legislación solamente están contemplados los forward, futuros, opciones y swaps, pese a que en los mercados financieros internacionales existen derivaciones de éstos que son los principales que también son muy empleados v. gr. warrants, structured notes, insurance derivatives, caps, floor, collar, etc. Para este análisis debemos tener en cuenta los dos temas que tratamos en un inicio, esto es: las condiciones de mercado que motivaron su aparición y el análisis conceptual, ya que nos corresponde vislumbrar si nuestra normativa ha sido estructurada de manera tal, que no genere inconvenientes para la celebración, ya que a diferencia de lo que ha ocurrido en los mercados financieros internacionales en nuestro país son operaciones que se producen con escasa frecuencia.

La normativa que rige a los derivados financieros en el Ecuador está contenida dentro de los siguientes cuerpos legales: Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, y la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos. Además existen elementos aplicables a los derivados en la Ley del Mercado de Valores, Código Civil y Código de Comercio.

Al considerar a los derivados financieros *contratos*, la norma que los regula principalmente es el Código Civil, que en su cuarto libro establece los principios básicos de la contratación, tales como: el objeto lícito, la causa lícita, el consentimiento, tipos de obligaciones, formalidades, entre otros, parámetros que deben ser cumplidos conforme la ley establece. Aspectos sin los cuales, un contrato, sea de la naturaleza que sea, debe tener en cuenta para la validez plena del acto contenido en el documento.

Por su parte, el Código de Comercio conforme a las reglas establecidas en el artículo 3, establece cuales serán considerados actos de comercio, señalando dentro de

otras a las operaciones de banco como unas de ellas. La ley General de Instituciones del Sistema Financiero, contempla en su artículo 51 literal 1) la posibilidad (dentro de otras) que tienen las instituciones financieras de realizar operaciones que involucren derivados financieros. Los derivados financieros al ser celebrados *principalmente* con las instituciones bancarias, cabe distinguirlos como actos de comercio. Por consiguiente se desprende el carácter contractual, bancario y comercial de los derivados financieros. En cuanto a la caracterización como contratos mercantiles principalmente tiene dos implicaciones: la primera en lo inherente a la prueba ya que los contratos mercantiles se prueban por cualquier medio que se encuentra admitido en la ley civil y además con lo contemplado en el art. 164 del Código de Comercio; la segunda implicación proviene de la costumbre en razón de que en el mismo cuerpo legal en el art. 4 se establece que las costumbres suplen el silencio de la ley cuando los hechos que las constituyen son uniformes, públicos, generalmente ejecutados en la República o en una determinada localidad, y reiterativos por más de 10 años.

La ley del Mercado de Valores, en el artículo 2 al establecer el concepto de valor, señala que “se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, *contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta (...)*”, con lo cual se está concediendo la calidad de negociables a los derivados financieros, por consiguiente la libre circulación dentro de los mercados de valores. Al ser considerados como valores, nuevamente se pone de manifiesto el carácter mercantil, tal como lo establecense en el citado artículo 3 del Código de Comercio, cuando se determina que las operaciones de bolsa constituyen actos de

comercio. En definitiva la normativa les entrega a los derivados financieros el carácter de ser contractuales, de valor (en forma declarativa la calidad), mercantil y bancario.

Como ya manifestamos, en el artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero se establecen las operaciones que pueden efectuar los bancos en moneda nacional, extranjera o en unidades de cuenta y particularmente en el literal I se les faculta a “Adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, valores de renta fija, de los previstos en la Ley de Mercado de Valores y otros títulos de crédito establecidos en el Código de Comercio y otras leyes, así como valores representativos de derechos sobre estos, inclusive contratos a término, opciones de compra o venta y futuros; podrán igualmente realizar otras operaciones propias del mercado de dinero; podrán participar directamente en el mercado de valores extrabursátil, exclusivamente con los valores mencionados en esta letra y en operaciones propias” con lo cual se hace referencia expresa en nuestra normativa a la facultad que tienen los bancos para actuar con derivados, ya que sin esta u otra autorización similar no sería factible hacerlo.

En la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria, existen disposiciones precisas sobre los derivados, lo que nos lleva a pensar, que la poca implementación de los derivados en el Ecuador, podría encontrarse en dos supuestos: i) por un lado podría ser que la respuesta la encontremos en la normativa por la manera en que se encuentra redactada y/o los requisitos que se establecen resultarían haberse convertido en un verdadero obstáculo; o en su defecto, ii) podría ser que no exista un mercado tan eficiente y desarrollado que pueda dar cabida a estas formas contractuales.

En lo que respecta a las disposiciones aplicables a los derivados financieros (forward, futuros, opciones y swap) podemos señalar que se establece en la

Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria el contenido: en primer lugar que las partes estén habilitadas para poder constituir garantías con el fin de caucionar el cumplimiento del contrato, en segundo lugar que se establezcan penalidades en caso de incumplimiento y tercero que se celebre mediante un «contrato bilateral» quizás el legislador quiso decir que se celebre por escrito, ya que a renglón seguido establece que se debe contener al menos: la fecha de suscripción, la identificación de las partes, el monto, el precio pactado, las cláusulas de constitución de garantías, si las hubiere, las cláusulas de penalización por incumplimiento y, el plazo de la operación o fecha de vencimiento.

Teniendo como base esta situación, continuamos nuestro estudio, particularizando ahora en cada una de las tres formas más comunes de derivados financieros, como son: forward, opciones y swap; para luego analizar la situación de nuestro mercado local. Antes de eso, resulta indispensable hacer una muy breve referencia a lo que constituye el riesgo, y tratar las implicaciones que tiene dentro de los derivados financieros.

2. EL RIESGO

Partiendo de lo básico, el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española establece que riesgo es la “contingencia o proximidad de un daño o de un peligro” más específicamente al ámbito que nos compete, la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria se establece que es “la posibilidad de que se produzca un hecho generador de pérdidas que afecten el valor económico de las instituciones”⁵⁷.

⁵⁷ Art. 2 Capítulo I de la gestión Integral y Control de Riesgos, Subtítulo VI, Codificación de Resoluciones Bancarias.

Como ya lo expusimos en el primer capítulo al detallar las situaciones que motivaron el apareamiento de los derivados financieros; los mercados financieros nacionales e internacionales se encuentran en una constante exposición a acontecimientos que perjudican a sus actores, es como mediante la innovación financiera ha buscado una forma para mejorar la eficiencia de manera que quienes se encuentran frente a estos posibles hechos negativos, se ingenian mecanismos destinados a cubrir esas eventuales situaciones que en un determinado momento pueden llegar a serles muy perjudiciales.

En la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria, se define algunos de los tipos de riesgo a los que se enfrenta un intermediador financiero, que las individualiza de la siguiente manera: “**Riesgo de crédito.-** Es la posibilidad de pérdida debido al incumplimiento del prestatario o la contraparte en operaciones directas, indirectas o de derivados que conlleva el no pago, el pago parcial o la falta de oportunidad en el pago de las obligaciones pactadas; **Riesgo de mercado.-** Es la contingencia de que una institución del sistema financiero incurra en pérdidas debido a variaciones en el precio de mercado de un activo financiero, como resultado de las posiciones que mantenga dentro y fuera de balance; **Riesgo de tasa de interés.-** Es la posibilidad de que las instituciones del sistema financiero asuman pérdidas como consecuencia de movimientos adversos en las tasas de interés pactadas, cuyo efecto dependerá de la estructura de activos, pasivos y contingentes; **Riesgo de tipo de cambio.-** Es el impacto sobre las utilidades y el patrimonio de la institución controlada por variaciones en el tipo de cambio y cuyo impacto dependerá de las posiciones netas que mantenga una institución controlada, en cada una de las monedas con las que opera; **Riesgo de liquidez.-** Es la contingencia de pérdida que se manifiesta por la incapacidad de la institución del sistema financiero para enfrentar una escasez de

fondos y cumplir sus obligaciones, y que determina la necesidad de conseguir recursos alternativos, o de realizar activos en condiciones desfavorables; **Riesgo operativo.-** Es la posibilidad de que se produzcan pérdidas debido a eventos originados en fallas o insuficiencia de procesos, personas, sistemas internos, tecnología, y en la presencia de eventos externos imprevistos. Incluye el riesgo legal pero excluye los riesgos sistémico y de reputación. Agrupa una variedad de riesgos relacionados con deficiencias de control interno; sistemas, procesos y procedimientos inadecuados; errores humanos y fraudes; fallas en los sistemas informáticos; ocurrencia de eventos externos o internos adversos, es decir, aquellos que afectan la capacidad de la institución para responder por sus compromisos de manera oportuna, o comprometen sus intereses; **Riesgo legal.-** Es la posibilidad de que se presenten pérdidas o contingencias negativas como consecuencia de fallas en contratos y transacciones que pueden afectar el funcionamiento o la condición de una institución del sistema financiero, derivadas de error, dolo, negligencia o imprudencia en la concertación, instrumentación, formalización o ejecución de contratos y transacciones. El riesgo legal surge también de incumplimientos de las leyes o normas aplicables; y, **Riesgo de reputación.-** Es la posibilidad de afectación del prestigio de una institución del sistema financiero por cualquier evento externo, fallas internas hechas públicas, o al estar involucrada en transacciones o relaciones con negocios ilícitos, que puedan generar pérdidas y ocasionar un deterioro de la situación de la entidad.”

Frente al panorama de incertidumbre que se genera dentro del mercado, los bancos buscaron proporcionar servicios de cobertura de riesgos, lo que dio origen a la administración de riesgos, como una nueva teoría que busca la eficiencia de los agentes económicos, es así que diseñaron estrategias, prestaron asesoría y pusieron a disposición productos básicos para administrar riesgos tales como: el forward, los futuros, las

opciones y el swap. Al respecto Mansell opina que para administrar el riesgo es necesario en primer término identificar el tipo de riesgo del que se trate de tal forma que distinga dos clases que son: *riesgos intrínsecos* y *riesgos exógenos*, señala que los primeros “son propios de la actividad de una compañía, no susceptibles de cobertura”⁵⁸, es decir los riesgos provenientes de una actividad determinada por situaciones de la libre competencia, sistemas de eficacia en la producción, etc., y los riesgos exógenos “son aquellos fuera del control de la compañía, como los riesgos de variaciones indeseables en el tipo de cambio, la tasa de interés y, en algunos casos en los precios”⁵⁹ y es frente a estos riesgos exógenos que los derivados financieros cumplen su labor.

Si bien un banco puede proporcionar las herramientas del caso para administrar riesgo de terceros, es decir prestar el servicio de cobertura de riesgo por medio de los derivados financieros; no es menos cierto que también los bancos están obligados a administrar su propio riesgo (riesgo operativo) para evitar situaciones negativas que les generen dificultades, ya que hay que tener un asunto claro, y es, que los bancos trabajan con el dinero de los depositantes que en su mayoría son ajenos a los accionistas del banco, de tal forma que encuentran una protección legal para no ser perjudicados. Por consiguiente, al ser derivados financieros instrumentos para cubrir el riesgo, y al ser los bancos quienes podrían asumir ese riesgo que no quieren o no pueden asumir otros, éstos deben calcular el riesgo que están en capacidad de asumir y establecer hasta que punto pueden beneficiarse con la prestación de ese servicio, ya que podría ocurrir que les resulte perjudicial e inclusive conducirles hacia problemas muy serios; por lo cual la Superintendencia de Bancos y la Junta Bancaria, ha establecido en la codificación de sus resoluciones, que para que los bancos puedan efectuar transacciones con derivados,

⁵⁸ Catherine Marsell Carstens, *Las Nuevas Finanzas en México*, Editorial Milenio S.A., cuarta reimpresión, México D. F., 1994. Pág. 230.

⁵⁹ Catherine Marsell Carstens, *Las Nuevas Finanzas en México*, Editorial Milenio S.A., cuarta reimpresión, México D. F., 1994. Pág. 230.

tienen que solicitar previamente una autorización y deben reportadas periódicamente; esto como medidas de supervisión y control, de forma que se cree internamente mecanismos eficientes de ingeniería financiera que ejecuten eficazmente mecanismos de control y asunción de riesgos que deben estar continuamente conectados al ente de control.

Esa autorización se extiende previo un examen donde se pretende evidenciar que dispongan de: “(...) **2.1** Políticas, procedimientos y estrategias adecuadas para el manejo de los riesgos inherentes a las operaciones con derivados; **2.2** Manuales de políticas y procedimientos a los que se refiere las normas sobre el control de riesgo de mercado y tasa de interés; **2.3** Conformado y en funciones el comité de administración de riesgo integral y la unidad de riesgos; **2.4** Implementados planes de contingencia adecuados para controlar los riesgos inherentes a las operaciones con derivados (...)”, situación que convierte a la Superintendencia de Bancos, en un organismo que tiene la facultad de ser quien decide sobre lo que a su juicio considera es lo más conveniente para la institución financiera y de no considerarlo así simplemente no da paso a su petición.

De lo manifestado, se puede apreciar los dos enfoques de los derivados financieros, por un lado como instrumentos de cobertura del riesgo y por otro lado como instrumentos que constituyen “fuente de generación de riesgos (...), productos de alto riesgo (...) y más concretamente como productos generadores de riesgos incontrolables y difícilmente comprensibles”⁶⁰, puesto que han sido protagonistas en más de una ocasión de desastres en varias entidades, que se debe a varios aspectos entre los cuales podemos mencionar la inadecuada implementación de procedimientos tanto internos

⁶⁰ Juan Sanz Caballero, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000 Sanz. Págs. 117 y 118.

como externos de control, carencia de un diseño y comprensión adecuada de las consecuencias de las operaciones con derivados, todo lo que se resumiría en una inadecuada estrategia financiera, a lo que se suma el creciente empleo especulativo de los derivados financieros.

3. PRINCIPALES DERIVADOS FINANCIEROS

3.1 FORWARD (FUTURO)

Si tomamos en cuenta que un contrato a plazo o también llamado a término (que es muy común encontrarlo en compraventa de mercaderías); frecuentemente se celebra cubriendo tres aspectos: i) para la entrega de la cosa en el futuro, ii) para el pago de la cosa en un futuro, y, por último una que abarca las dos posibilidades anteriores, esto es, iii) para que tanto la entrega de la cosa como la contraprestación (el pago), se den en un futuro (teniendo como base una compraventa), aspecto éste último que para efectos de nuestro análisis es de nuestro particular interés ya que en esencia es lo que constituye un contrato forward.

Valga hacer hincapié en que las fluctuaciones en el precio de los instrumentos subyacentes en el mercado durante un lapso de tiempo, es causa para el contrato forward, así como para el resto de derivados.

Un aspecto que reviste gran importancia en el ámbito económico-financiero del forward, que va más allá del aseguramiento recíproco del precio de un activo subyacente, es la *distribución del riesgo* que se genera por la volatilidad del precio del activo sustentante, y que para efectos de este contrato, alguien lo traspassa a otro, puesto

que no puede o no quiere soportarlo, pese a que una vez llegado el momento de ejecución puede ganar o perder de acuerdo al precio que en ese momento esté el activo subyacente, pero lo que si se gana es la certidumbre en la existencia del activo subyacente.

Con todo lo manifestado, esencialmente ¿qué es un contrato forward? Algunos tratadistas han optado por llamarlo también contrato ‘adelantado’, a plazo, etc. pero es necesario señalar que no lo podemos confundir con el contrato ‘futuro’ que en materia financiera tiene distintas connotaciones a las que nos referiremos al final de este apartado; pero en todo caso respondiendo a la interrogante planteada, el forward es un contrato bilateral por medio del cual una de las partes llamado comprador, se obliga a comprar y recibir el activo financiero a la otra parte llamada vendedor, quien está obligado a transmitir y entregar dicho activo o simplemente pagar la suma de dinero que corresponda en caso de que se liquide por diferencias. Estos dos sujetos tienen intereses contrapuestos pero son perfectamente complementarios o si se quiere simétricos entre si, proyectados hacia una misma materia, que como lo dijimos, es el instrumento sustentante del derivado. Hasta este punto no existe diferencia con un simple contrato de compraventa pero lo que le diferencia es que se pacta para una fecha futura, en la que deba ejecutarse dicho contrato, conjuntamente con el precio a pagarse y los activos subyacentes que van a ser materia del contrato, sin importar el precio que en esos instantes se mantenga en el mercado. Este aspecto tan particular del contrato forward, es lo que visto desde el punto de vista *económico*, engendra gran importancia ya que se puede prever en el futuro cuanto va a costar dicho activo y, en tal sentido, esa certeza que se proporciona mediante el forward, constituye un elemento trascendental en asuntos que tienen que ver con la productividad de un negocio.

Podemos distinguir dos estadios en el contrato derivado financiero forward, donde el actor substancial es el tiempo. La primera fase se establece con la concurrencia de las dos partes para la celebración del contrato, lo que constituiría en términos jurídicos, el *perfeccionamiento del contrato*; mientras que el segundo estadio perfectamente distinguido, lo constituye la consumación misma del contrato, esto es, la ejecución de las prestaciones que se encuentran estipuladas en el mismo.

A criterio de Luís Diez de Castro, los contratos forward cubren básicamente dos propósitos básicos:

“a) Permiten a los inversores cubrir el riesgo de los movimientos de precios adversos en el mercado de dinero.

b) Permiten a los especuladores respaldar sus previsiones con un alto grado de apalancamiento”⁶¹

En el primer caso, contribuiría positivamente en el aspecto económico de quien quiere cubrirse para no afrontar riesgos que no quiere correrlos; mientras que en el segundo caso, encontramos una utilización como inversión.

Ahora que ya tenemos claro que es un contrato forward, es pertinente diferenciarlo del futuro financiero (futuro simplemente), el futuro es esencialmente un contrato forward, pero con una característica principal que lo diferencia, que es la *normalización o estandarización*, que implica que “los contratos negociados corresponden todos a la misma cantidad y tipo, así como al mismo rango de fechas

⁶¹ Luís Diez de Castro, *Ingeniería Financiera: La gestión de los Mercados Financieros Internacionales*, Osborne/McGraw-Hill, segunda edición, España, sa. Pág. 231.

futuras”⁶², circunstancia que beneficia sobre manera la negociabilidad de estos documentos, pero al tener ciertas características los vuelve algo rígidos, razón por la cual si un inversionista busca contratar por un monto o tiempo diferente, recurre a la suscripción de un forward. Otro aspecto que los diferencia es que en los futuros se utiliza una cámara de compensación que cumple la labor de intermediario y facilitador para la ejecución de los futuros, mientras que los contratos forward, al ser convenios mucho más personalizados que se suscriben entre las dos partes de manera más directa sin un mecanismo externo de compensación y liquidación. Cabe mencionar que en nuestro país hasta la fecha, no se ha creado un mercado formal de derivados ni siquiera se los ha negociado en las bolsas de valores existentes de ahí que no ha habido la necesidad de una cámara de compensación.

Una vez comprendidas las implicaciones del contrato forward como de su versión estandarizada, el futuro, pasaremos al análisis de la normativa que regula a estos dos tipos de derivados financieros. En tal sentido la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria en el título V de las Operaciones y Funcionamiento, Subtítulo I Operaciones de las Instituciones Financieras, Capítulo I de las operaciones de derivados por parte de los bancos y sociedades financieras, sección I definiciones, arts. 2.1 y 2.2 mediante resolución los ha definido de la siguiente forma:

“Forward.- Es el contrato por medio del cual el vendedor se obliga a entregar en una fecha predeterminada bienes al comprador, quien se obliga a pagar al vendedor el valor previamente convenido”

“Futuro.- Es un acuerdo de voluntades en el cual una parte se compromete a entregar a la otra una cantidad determinada de mercancía, con una calidad

⁶² Luís Díez de Castro, *Ingeniería Financiera: La gestión de los Mercados Financieros Internacionales*, Osborne/McGraw-Hill, segunda edición, España, sa. Pág. 232.

estandarizada, en una fecha especificada por un precio convenido, negociados a través de las bolsas de valores o de productos. En dichas bolsas se estandarizan los montos, fechas, calidades y monedas de las operaciones de futuro. La contraparte se obliga al pago del monto definido en el contrato en la fecha fijada en el mismo”.

De las disposiciones citadas, se desprende que tanto al forward como al futuro la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria los ha definido de acuerdo a la doctrina y al mercado.

Finalmente cabe acotar que los contratos forward en nuestro país han sido utilizados aunque no muy comúnmente; hace tiempo, cuando disponíamos de moneda propia y sufríamos las grandes fluctuaciones de nuestro tipo de cambio se celebraban con mayor frecuencia, pero a raíz de la dolarización esta realidad cambió y se han convertido en contratos utilizados por unos pocos en el área financiera, situación contrastante con los mercados financieros internacionales donde es extremadamente frecuente su utilización no solo en divisas sino con muchos otros activos financieros. En el caso de los contratos futuros, a pesar de que la normativa vigente faculta a las instituciones financieras para celebrarlos, lamentablemente no han efectuado en el Ecuador como si existen en varios países latinoamericanos; lo que nos lleva a fijar nuestra mirada en la situación en la que se encuentra nuestro mercado local *per se*, a lo cual nos referiremos en el último apartado.

3.2 OPCIONES

Este tipo de contrato visto en rasgos generales es algo similar al forward, ambas figuras se pactan en una fecha y se ejecutan en otra distinta, lo que las convierte en formas contractuales muy útiles vistas desde un punto de vista económico en razón de

que proporcionan certeza del valor de un activo financiero en el futuro. Pero el atributo de la opción que marca la diferencia con relación a las dos anteriores formas contractuales, es que constituye una facultad o un derecho que se le entrega a una persona para que adquiera o venda un activo determinado, previo el pago de un valor denominado call o put. Concretamente un contrato de opción es un convenio en virtud del cual una parte concede a otra la facultad pero *no* la *obligación* de comprar en una fecha futura (determinada o a elección del ejecutante) un activo subyacente, por cuyo derecho el tomador debe cancelar el pago de una prima, de tal forma que con el pago se le entrega el derecho al tomador para adquirir o vender el activo subyacente. Es así, que una vez llegado el momento en el cual el tomador pueda o tenga que ejecutar el contrato, este tiene la plena libertad de hacerlo o no, sin que aquello le pueda ocasionar alguna responsabilidad frente a la otra parte.

La opción puede ser de dos clases: en primer lugar tenemos la opción de compra llamada también “call”, que es cuando el comprador de la misma adquiere la facultad de comprar un activo financiero determinado. En cambio, el segundo tipo es la opción de venta o llamada comúnmente “put” quien la compra adquiere una facultad para vender un activo determinado. En ambos casos se ha establecido previamente el activo financiero, el valor, la cantidad, el tiempo en el que se entregará y la forma ya que puede entregarse el activo o liquidarse por diferencias. Esta situación vista desde la perspectiva económica de eficiencia, le proporciona al tomador la certeza sobre cual va a ser el valor que tendrá que pagar por el activo subyacente de la opción, con lo cual no corre riesgos en el caso de que se produzca una exagerada subida del precio del activo subyacente en el mercado y del mismo modo en el caso de que no le convenga, al no tratarse de una obligación, simplemente no la hace efectiva y en definitiva lo único que perdería es el precio de call o put.

En cuanto a la ejecución de la opción ésta puede ser de dos tipos: por un lado tenemos la denominada opción europea, la misma que consiste en que las partes convienen en la celebración del contrato determinando en el mismo el activo financiero a ser comprado o vendido, el precio a pagarse y la fecha en la cual debe ejecutarse dicho contrato. En este último requisito es donde se diferencia del segundo tipo de opción denominada opción tipo americana, ya que puede ejecutarse el contrato en cualquier tiempo hasta la fecha límite que se ha establecido como vencimiento, es decir en el tiempo en el que el tomador tenga necesidad de ejecutarlo, o en todo caso, sea más beneficioso para sus intereses.

Comúnmente a las opciones también se ha procedido a denominarlas en razón del activo subyacente del que se trate en el contrato, es así que se mencionan opciones de sobre divisas, opciones sobre valores, opciones sobre tipos de interés, etc., pero en general son los mismos contratos, lo único que cambia es el activo sustentante de la opción.

Como se ha manifestado, para adquirir el derecho que se concede en la opción se requiere el pago de una prima, motivo por el cual se convierte en un elemento primordial en el contrato, ya que en el momento en que se quiera negociar las opciones en bolsa, la prima y la opción se convierten en los elementos sobre los cuales se desarrolla la negociación. Por lo tanto, en función de los aspectos esenciales del contrato de opción, la prima se convierte en un requisito indispensable, caso contrario no podemos hablar de que exista una opción.

De la misma manera que sucede con los futuros, los contratos de opción también pueden ser estandarizados, lo que facilita su negociación en bolsa.

Ahora dirigiéndonos al análisis de la normativa en el Ecuador que regula la opción, podemos mencionar la definición que se encuentra en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria donde se establece lo siguiente:

“Opción.- Es un acuerdo de voluntades en el que una de las partes se compromete con la otra en mantener vigente una posibilidad de toma de la opción de un negocio. La contraparte se obliga a pagar por esa expectativa una cantidad determinada o prima, la que le otorga el derecho de optar por la realización de dicho negocio en un plazo y a un precio determinados previamente”.

Al establecerse que *es un acuerdo de voluntades*, podemos entender que estamos hablando de la materialización de este acuerdo en un contrato. Además encontramos que se determina el pago de la prima como un elemento esencial dentro del contrato de opción, al señalarlo como la obligación que tiene que cumplir el tomador para la existencia del pacto. Y finalmente se señala que debe contener el plazo dentro del cual se ha de ejecutar, así como del precio que tampoco debe faltar. Por lo cual podemos afirmar que la normativa define al contrato de opción eficazmente, como un contrato bilateral, conmutativo, oneroso, principal, a plazo. Por consiguiente podemos afirmar que no atenta contra los asuntos de la esencia y de la naturaleza de este contrato, otorgándole la claridad suficiente que no perjudica su libre celebración.

Finalmente para concluir con el análisis de la opción, encontramos en el mismo cuerpo legal, un glosario de términos señala ciertas particularidades que hacen referencia a cuando la opción es put y cuando es call, también cuando es de tipo americano y cuando europea, que ya tratamos en líneas anteriores y las define así:

“Si la opción da el derecho de venta al comprador, entonces, es una opción put. Si el derecho que da es de compra, la opción es del tipo call. Una opción está “en el dinero” (“in-the-money) si quien tiene el derecho de ejercer la opción, lo hace y realiza ganancias; está “fuera del dinero” (“out-of-the-money”) si en caso la ejerciera, no realizara ganancias; y, esta “al dinero” (at-the-money”) si el resultado fuera neutro”.

Opción americana.- Es la opción que su comprador o el que la posee puede ejercer el derecho allí contenido en la fecha de maduración o establecida o antes.

Opción europea.- Es la opción que su comprador o el que la posee sólo puede ejercer el derecho allí contenido en la fecha de maduración o establecida.

Definiciones encontradas dentro de las resoluciones que nuevamente nos permiten apreciar que existe una buena descripción de lo que constituye cada una de estas clases de opción y que no proporcionan ningún impedimento que les impida desarrollarse libremente.

Todo este análisis nos lleva en segunda ocasión a fijarnos nuevamente que la razón a su escasa utilización, escapa del ámbito jurídico y podría situarse en asuntos netamente del mercado nacional.

3.3 SWAP

El swap es un contrato bilateral por medio del cual una parte se obliga a entregar un activo financiero determinado en una fecha y a cambio la otra parte se obliga también a entregar un activo financiero, en esta obligación se ha pactado el precio y el plazo con antelación.

En la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria, se define así: “**Swap**.- Acuerdo de voluntades en los cuales las partes se comprometen al intercambio de flujos de dinero en el tiempo de las obligaciones subyacentes con el objeto de reducir los costos y riesgos en que cada una incurre con respecto a las variaciones en las tasas de cambio de las divisas o en las tasas de interés”.

Respecto a esta definición, cabe señalar que se hace referencia al objeto de los derivados financieros, al momento de referirse al activo subyacente del swap. En lo que respecta a la concepción se determina que es un contrato bilateral, conmutativo, oneroso, principal, a plazo, que responde efectivamente a la naturaleza jurídica y a los elementos de la esencia del contrato; aspectos que aclaran en cuanto a lo que es el swap y que no influye negativamente en su negociación.

Por último, en la Codificación de Resoluciones de Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria, en los títulos V y VII existe una repetición innecesaria de conceptos y requisitos que deben cumplir los derivados financieros, que si bien es cierto no constituyen obstáculo para su negociación, pero nos da la idea de una falta meticulosidad al momento de elaborar este cuerpo normativo.

Hasta aquí los asuntos respecto a aspectos de la normativa, donde hemos podido apreciar que la Superintendencia de Bancos y Seguros se ha entregando la facultad de determinar cuando procede o no procede entregar la autorización para que una institución financiera pueda efectuar operaciones con derivados financieros, autorización que sin lugar a dudas, tiene una función importantísima que es la de evitar que las instituciones financieras adquieran riesgos que no puedan controlar, situación peligrosa que les pudiera conducir a problemas graves incluso a la quiebra, de tal forma

que para precautelar la solvencia de las instituciones financieras, también se limita este tipo de operaciones de acuerdo a los parámetros establecidos en los artículos 72, 73 y 75 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. Por consiguiente de la autorización como de toda la normativa en si, no se ha encontrado una verdadera limitante que haya influido drásticamente para el normal desarrollo de los derivados financieros en el Ecuador. Con tal perspectiva a pesar de no ser un experto en asuntos de mercado, pasaremos a tratar lo que sucede en nuestro mercado local que es donde radica realmente el problema de los derivados financieros.

4. SITUACIÓN DEL MERCADO ECUATORIANO RESPECTO A LOS DERIVADOS FINANCIEROS

En nuestro país con un escaso tamaño de nuestra economía, mínimo desarrollo de los mercados financieros, concentración extrema de la riqueza, posesión de las empresas en núcleos familiares, entornos macroeconómicos inestables, corrupción⁶³, escasa información, poca tecnología, capitalismo dependiente, baja capacitación técnica financiera del recurso humano, entornos legales inadecuados, poca o casi nula cultura financiera de inversión, entre otros aspectos, se ha convertido en un entorno que ha influido en que empresas e instituciones financieras, no puedan aprovechar abiertamente de las ventajas que han traído los procesos de innovación financiera, como es el caso de los derivados, que por ejemplo, empresas dedicadas al comercio internacional pueden emplear para disminuir riesgos con respecto a la volatilidad o escasez de ciertos activos financieros.

Esta escasa prosperidad de los derivados financieros en países en desarrollo tiene muchas causas, al respecto Carlos Vargas señala que “se debe a varios factores: i) falta

⁶³ Según datos de Transparencia Internacional, el Ecuador es el segundo país más corrupto de Sudamérica.

de asistencia técnica que permita la innovación de productos, ii) falta de garantías o colateral que respalden las transacciones, iii) falta de un adecuado marco legal y regulatorio, iv) falta de desarrollo de sistemas de difusión de información y v) excesiva intervención estatal”⁶⁴, de los cuales el que en nuestro medio a mi parecer ha influenciado significativamente, es la falta de un desarrollo de sistemas de difusión de información, ya que no se han dado a conocer todas las bondades que este tipo de contratos prestan como una excelente herramienta para disminuir riesgos, tal como hemos sido testigos de su utilización en los mercados financieros internacionales; situación que sumada al riesgo proveniente de las garantías, la nula negociabilidad en las bolsas de valores locales y la inseguridad política y jurídica se han convertido en los elementos determinantes.

En foros internacionales como por ejemplo el II Encuentro Anual de Finanzas *Vulnerabilidad de los Sistemas Financieros Globalizados* organizado por la Universidad Santiago de Chile en el 2002, se ha expuesto que la escasa o casi nula aplicación de los derivados financieros, es una evidencia más de que un país tiene un sistema financiero subdesarrollado⁶⁵, inclusive se plantea que se trata de un elemento que nos permite darnos cuenta de las grandes desigualdades que existen entre países ricos y pobres.

De acuerdo a una encuesta realizada por los autores de una tesis, donde se hacía un muestreo de lo que ocurría en el mercado financiero nacional en 1995 en lo referente a los derivados financieros, en esta encuesta realizada a las 100 grandes compañías catalogadas como tales por la Superintendencia de Compañías en 1993, se logró

⁶⁴ Carlos Vargas Mas, *Sistema de Estabilización de precios agropecuarios: La experiencia peruana*, Universidad Nacional de Unayali, SEPIA X, Pucallpa Perú, 2003. Pág. 4.

⁶⁵ Armando Méndez Cruz, *Los Países en Desarrollo y los Instrumentos derivados en la Gestión de Riesgos: Una muestra más de desigualdad*, abstract publicado en: <http://www.encuentrofinanzas.cl/SitioAntiguo/e2002/temario.htm>.

determinar que muchas de ellas empleaban estos instrumentos financieros principalmente para cubrir los riesgos que provenían de las fluctuaciones del dólar, en los siguientes porcentajes: el forward un 48%, Futuros un 20%, Swap un 20%, Opciones un 8% y combinaciones un 4%. En esta misma encuesta también se preguntó a esas mismas empresas a qué se debía la poca utilización de los derivados financieros en el Ecuador, a lo que la mayoría manifestaba que era por el desconocimiento, el segundo lugar lo ocupaba la falta de difusión, luego los costos elevados y luego la falta de mercados organizados, se obtuvo resultados muy similares al preguntar lo mismo a las instituciones financieras⁶⁶.

Financistas me han comentado, que a fines de los años 90 en nuestro país, derivados financieros como el forward fueron empleados por bancos como el Popular, Pichincha, Amazonas y Pacífico en el tipo de cambio. Además el Popular también realizó operaciones con opciones y swaps con el tipo de cambio. Se cuenta que Petroecuador empleó opciones frente a posibles bajas en el precio del petróleo, situación que nunca llegó a darse por lo que esta inversión le ocasionó pérdidas.

En la actualidad, el empleo de los derivados financieros en nuestro país es reducido, luego de múltiples intentos por conseguir información tanto en la Superintendencia de Bancos y Seguros como en entidades financieras, únicamente pude obtener dos reportes que corresponden a diciembre de 2004 y a septiembre de 2005 que se encontraban en poder de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador, donde se muestran los bancos que realizan operaciones con derivados que involucran cantidades altas de dinero, instituciones que son Citibank, Lloyds Bank (TSB), Pichincha y

⁶⁶ Ximena Espinosa y Marcelo Montenegro, Tesis: Derivados Financieros. Nuevos Instrumentos para la cobertura del riesgo financiero en la gran empresa ecuatoriana, Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Facultad de Ciencias Administrativas y Contables, Quito Ecuador, 1995. Págs. 206 – 225.

Produbanco, bancos catalogados como bancos corporativos y de personas⁶⁷ cuya cartera de clientes está conformada principalmente por las más grandes empresas que funcionan en el Ecuador, las mismas que son quienes en su mayoría emplean estos instrumentos financieros. Mientras que en menor escala emplean los Bancos Territorial, Sudamericano y Solidario, catalogados como bancos de vivienda, de consumo y de la microempresa⁶⁸ respectivamente, donde también nos da la idea de que a quienes se presta este tipo de servicios, son quienes ejecutan sus actividades dentro del ámbito del comercio y la producción.

Sondeando los criterios de personas involucradas dentro del mercado financiero en el Ecuador gente que trabaja en los bancos privados, Banco Central, Superintendencia de Bancos y Seguros, me han manifestado que hasta antes de la dolarización el empleo de derivados financieros, particularmente de forwards era frecuente, pero con la implementación del dólar como moneda local, el criterio de ciertos inversionistas, fue que con esto simplemente se terminó el problema de la volatilidad y consecuentemente los riesgos que puedan provenir de ella; cuando el criterio de financieros, es que con el uso de derivados muchas empresas, pueden lograr mejorar drásticamente sus utilidades y reducir costos, volviéndolas de esta forma más competitivas, no solo localmente sino a nivel internacional, al contar con productos mucho más convenientes. De hecho existen muchas empresas como manifestamos en el párrafo anterior, que saben como utilizar los derivados financieros y los emplean, pero lamentablemente es un grupo reducido, ya que entre otros aspectos, las políticas que se manejan dentro de muchas empresas privadas, en varias ocasiones, no permiten el empleo de nuevos instrumentos que han tenido un gran éxito en los mercados

⁶⁷ De acuerdo como los cataloga en la página web de la Superintendencia de Bancos y Seguros

⁶⁸ De acuerdo como los cataloga en la página web de la Superintendencia de Bancos y Seguros

internacionales, por tratarse de herramientas que requieren de un mayor estudio y planificación, comparados con métodos tradicionales.

Para darnos una idea del desarrollo del mercado financiero nacional, podemos apreciar lo que ha ocurrido en nuestro mercado de valores, encontramos que tiene poco desarrollo, comparado con otras bolsas de valores de la región ya que únicamente se negocian pocos activos financieros y la mayoría de la gente en el mejor de los casos prefiere mantener guardado su dinero en el banco a invertir en la Bolsa de Valores. Cabe señalar que en el año de la expedición de la Ley de Mercado de Valores, según datos publicados en la página Web de la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), el monto negociado en este mercado aumentó en 170% en dólares, luego en 1994 el crecimiento fue de 305,27% en dólares, en el mismo año, el BVG Index mostró un incremento del 57,57% en dólares, lo que ubicó a la BVG en un importante sitio dentro de los mercados financiero nacional y de la región. Pero pese a este progreso, es evidente que nuestro mercado de capitales es reducido, en tal sentido la misma Bolsa de Valores de Guayaquil admite esa deficiencia por lo cual plantea un plan de desarrollo del mercado identificando primero los problemas estructurales a los cuales se enfrenta el mercado ecuatoriano de capitales que serían: “i) Ausencia de una masa crítica de ahorro interno de largo plazo, voluntario y obligatorio, que se invierta en Ecuador a largo plazo. ii) Ausencia de Inversores Institucionales, públicos y privados, que administren e inviertan a largo plazo en Ecuador el ahorro de largo plazo. iii) Ausencia de una masa crítica de emisores inscritos y de títulos valores. iv) Ausencia de estímulos para inducir la formalidad, las prácticas sanas y la formación de los factores anteriores. v) Centralismo del Estado y del Órgano de Control. vi) Ausencia de cultura financiera y bursátil en la ciudadanía.”, aspectos frente a los cuales se plantean múltiples caminos que podrían permitirnos mejorar las condiciones actuales.

Para darnos una idea del desarrollo de las bolsas de valores en el Ecuador, revisemos brevemente el volumen nacional negociado en los 8 últimos años.

(En millones de sucres)							MERCADO NACIONAL
	BVQ	TASA CREC. %	PART. DEL T. %	BVG	TASA CREC. %	PART. DEL T. %	
							En millones
							Sucres
AÑO 1997	10.498.124	-	54%	9.050.181	-	46%	19.548.305
AÑO 1998	12.378.498	18%	53%	11.123.610	23%	47%	23.502.108
AÑO 1999	70.215.434	467%	68%	33.141.712	198%	32%	103.357.146
(En miles de dólares)							Dólares
AÑO 2000	938.783		34%	1.832.570		66%	2.771.352
AÑO 2001	944.544	1%	52%	862.535	-53%	48%	1.807.079
AÑO 2002	850.757	-9%	51%	831.637	-55%	49%	1.682.394
AÑO 2003	1.142.597	21%	51%	1.114.393	29%	49%	2.256.990
AÑO 2004	1.748.967	106%	48%	1.877.796	126%	52%	3.626.763

SATI negocio 131.219 millones de sucres el año 1997

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

De estas cifras se desprende que nuestra bolsa de valores tiene un crecimiento paulatino, pero aún nos falta camino por recorrer para contar con un importante mercado de capitales en el Ecuador, que servirá como un motor para el desarrollo del mercado financiero en general y por consiguiente impulsaría la celebración de los derivados.

Uno de los graves problemas que afronta el mercado de capitales es el hecho de que no se invierte en el país en las actividades productivas, ya que una de las limitantes es que no se promueve a que las empresas dejen de ser familiares (financiadas tradicionalmente), por medio de procesos de emisión de acciones, obligaciones, papel comercial, titularización más largos y engorrosos que los destinados a solicitar créditos en la banca. Frente a este panorama sería conveniente facilitar la tramitación e implementar una campaña masiva que nos permita evidenciar los beneficios tangibles e intangibles e incentivos de participar en él. Con un mercado de capitales más desarrollado, esto podría convertirse en un apoyo para tener un mercado de derivados

más próspero, donde se apliquen más eficazmente las normas de gestión y control de riesgos implementadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria⁶⁹.

Gente involucrada dentro del ámbito financiero, particularmente bancario, han expresado que los derivados financieros constituyen importantes herramientas para mejorar la productividad de las empresas ya que *ayudan a fijar costos de inventario*, de tal forma que permiten que las empresas mejoren su eficiencia competitiva.

En el 2002 el Foro Económico Mundial (WEF) presentó el informe de Competitividad Global, que abarcaba un análisis sobre variantes económicas y encuestas de opinión, donde se determinó que nuestro país, lamentablemente tiene un pobre Índice de Competitividad Anual, ubicándonos en el penúltimo lugar en Sudamérica luego de Bolivia, datos que nos muestran el limitado crecimiento económico productivo que tiene nuestro país en general y nuestras empresas en particular. Si queremos volvernos competitivos respecto al resto de países en el mundo tenemos que mejorar mucho, desde asuntos eficiencia en la producción, como en estabilidad política, jurídica, entre muchos otros aspectos más. Hay empresas en el Ecuador principalmente dedicadas a la producción, importación y exportación, que con sus transacciones diarias corren riesgos que provienen por ejemplo de las fluctuaciones del tipo de cambio, situación frente a la cual, sus asesores financieros emplean formas tradicionales para afrontar esos problemas, como es la de transar en moneda local (en dólares), con lo cual aparentemente ya no corren riesgos, pero según financistas esto les genera costos, ya que la contraparte que acepta este tipo de transacciones donde se emplea una moneda que no es la propia, tienen que realizar movimientos de cobertura

⁶⁹ Parte de estas normas son las que han derivado de los acuerdos de Basilea I y II.

de riesgos, de tal forma que no le ocasionen pérdidas esas transacciones, por lo tanto todo ese coste que se origina por la cobertura de riesgo, más un valor agregado es trasladado a la otra parte. Si cada empresa mejorara su eficiencia gestionado directamente su riesgo, podría afrontar de manera más provechosa los riesgos y le resultaría mucho más rentable su actividad, al punto de convertirse en empresas que ofrecen productos competitivos, comparados con otras empresas similares de otras partes del mundo.

Todo este panorama se encuentra íntimamente ligado con la educación de la gente, ya que en nuestro país muy pocos son quienes reciben una adecuada educación respecto de transacciones que revisten cierta complejidad. Inclusive quienes deberían estar preparados no lo están en temas bastante técnicos como el de los derivados financieros y muchas veces no se hacen predicciones y análisis eficientes sobre condiciones de utilidades, rendimientos, participación de mercado, etc., que permitan desarrollar nuevas estrategias. Hace poco pude observar que en una de las más grandes cooperativas de ahorro y crédito que tiene nuestro país, se buscaban formas para cubrir determinados riesgos donde podían implementar derivados financieros, pero lamentablemente por el miedo y desconocimiento simplemente no se intentó efectuarlos. Situación que pude ser superada con asesores financieros, pero en instituciones financieras o en empresas donde los encargados del área financiera no conocen a profundidad sus bondades y riesgos o simplemente las políticas de la empresa no lo permiten, difícilmente podrían influir para que se cuente con personas especializadas en efectuar este tipo de operaciones.

Ahora con nuestro interés de mejorar los lazos comerciales con los estados del área andina, sudamericana y los recientes intentos por alcanzar el mercado europeo es probable que los derivados financieros cobren mayor importancia ya que quienes han sido los mayores usuarios dentro del mercado nacional han sido los importadores y exportadores para cubrir el riesgo de los tipos de cambio y las tasas de interés.

Una parte de los derivados que se celebran actualmente involucrando empresas o instituciones del Ecuador son efectuados en el exterior, por quienes en su mayoría se encuentran involucradas con bancos internacionales, principalmente por las ventajas que esto trae, visto desde la perspectiva en la que al acceder a figuras estandarizadas las pueden negociar dentro de los mercados organizados de derivados en el exterior, además por las garantías para el fiel cumplimiento de los contratos, que son mejores en el exterior y también por el precio. De tal forma que tenerlo localmente, significa beneficios como por ejemplo la facilidad de disponerse de ellos, su precio que analizado fríamente resulta más provechoso para sus intereses.

Por todo lo manifestado, las instituciones financieras deberían seguir ampliando su mercado y ofreciendo nuevos productos como es el caso de los derivados financieros, que permiten bajar costos y evitar correr riesgos innecesarios, de tal forma que por medio de una mayor eficiencia, pueda en cierta forma ayudar a la reactivación del aparato productivo y ofertar en el exterior productos convenientes y atractivos para adquirirlos. Con todo este mecanismo, se consigue beneficio para las instituciones financieras y las empresas.

El criterio de una parte de la gente involucrada dentro de nuestro sistema financiero manifiesta que *paulatinamente los derivados financieros van ingresando en nuestro mercado, pero que todavía va a tardar algún tiempo más para que la gente*

empiece a ver los beneficios que proporcionan la utilización de estas nuevas formas contractuales.

Respecto al temor o al poco empleo de los derivados, encontré dentro de una tesis la cita de un comentario que la hace el comisionado J. Carter Beese Jr. donde se señala lo siguiente:

“En el caso de que alguien haya decidido que este mecanismo es demasiado complejo o demasiado riesgoso, permítanme dejarlos con esta advertencia: Es posible que en el futuro usted pueda ser encontrado como irresponsable, o aún peor legalmente responsable por no haber aprovechado los beneficios que sí dan los mercados derivados. No hace mucho, una corte estatal de Indiana, dictaminó que la junta directiva y el administrador de una cooperativa de granos fueron negligentes por no cubrirse contra movimientos adversos en los precios. La corte también dictaminó que la junta directiva debió de haber conocido y entendido las técnicas de cobertura y se debió de haber asegurado de que el administrador las hubiera aplicado apropiadamente”.

Comentario que nos permite apreciar que prever y buscar alternativas que permitan disminuir riesgos, es un elemento que nunca debe faltar, circunstancia que en otros lugares es una verdadera prioridad.

CONCLUSIONES

La globalización dentro de los mercados financieros internacionales es una realidad palpable que nos conduce hacia una mayor integración e interdependencia entre los mercados financieros locales de todo el mundo.

Dentro de los mercados financieros se han presentado permanentes fluctuaciones en el precio de los activos financieros, lo que puede producir que se genere un riesgo para los inversionistas, es así que frente a la necesidad de disminuir o eliminar los riesgos, surge el proceso de innovación financiera creándose nuevos mecanismos como el caso de los derivados financieros, para que por medio de ellos, se pueda mejorar estratégicamente la eficiencia de las actividades productivas, de tal forma que los derivados financieros responden a las condiciones que se han presentado y se siguen presentando dentro del mercado financiero.

Conforme van apareciendo cambios y nuevas herramientas financieras, paulatinamente se producen ciertos lineamientos regulatorios que muchas veces provienen del mismo mercado o del ente estatal encargado de hacerlo, como es el caso de las regulaciones emitidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria en lo concerniente a derivados financieros, que buscan poner ciertos límites para evitar que se produzcan consecuencias negativas.

Los derivados financieros dependen de la existencia de otro activo financiero que sirve para su sustento, el mismo que debe estar sujeto a fluctuaciones de precio, ya que busca eliminar o mitigar el riesgo que se podría generar por esta volatilidad y asegurar la disponibilidad del subyacente.

Tanto los forward como las opciones y los swap, nacieron como instrumentos de cobertura de los riesgos que se producían por la volatilidad del precio de determinados los activos financieros, función que fue cumplida cabalmente y que se reflejó en la amplia aceptación de los derivados financieros en los mercados internacionales, al punto de convertirse en uno de los mercados más importantes en el sistema financiero global.

El forward es un contrato muy similar al de compraventa en el cual se pacta para que su ejecución forzosa, se produzca en una fecha futura bajo las condiciones previamente acordadas. La opción es un contrato similar al forward, pero con la particularidad de que una de las partes tiene el derecho de ejecutar el contrato mas no la obligación, y por cuyo derecho paga una prima a la contraparte. El swap es un contrato con efectos en el futuro, por medio del cual la una parte se obliga a la entrega de un activo financiero y a cambio la otra parte se obliga a entregarle otro activo. En definitiva, los derivados financieros tienen características muy propias que los diferencian de otras formas contractuales contempladas en el derecho civil y mercantil, situación que ha sido respetada en la normativa que las regula, esto es en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria en consonancia con la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, de tal forma que todo este acervo normativo, no constituye un obstáculo para su negociación.

Los derivados financieros así como pueden ayudar a eliminar riesgos, también son instrumentos generadores de riesgos, situación por la cual la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria han establecido que se requiere previamente una autorización para controlar su empleo y evitar graves riesgos.

En nuestro país no disponemos de un desarrollo considerable de los mercados de capitales que permita coadyuvar para que los derivados financieros puedan extenderse dentro del mercado local, de la forma que lo han hecho en los mercados financieros internacionales, pero si se esta produciendo un desarrollo en los mercados de capitales, que nos permite vaticinar mejores días para el mercado financiero local.

La situación de subdesarrollo en la que se encuentra nuestro país, se refleja en la poca implementación de estas nuevas formas contractuales, aspecto que contrasta con lo sucedido en países desarrollados donde la educación, el acceso a tecnología, los análisis técnicos y muchos otros aspectos más, han permitido que más gente se involucre dentro de los mercados financieros.

La falta de educación financiera, el desconocimiento, la poca apertura a nuevas herramientas financieras, la escasa creatividad para optimizar las actividades productivas, imperio del manejo de empresas principalmente desde la perspectiva contable casi no financieramente, la comodidad en adoptar mecanismos tradicionales que resultan menos complicados pero más costosos, falta de una gestión más decidida de las instituciones financieras para ofrecer nuevos productos, difundirlos y asesorar, han sido los principales problemas que se han generado en el mercado nacional, para el pobre desarrollo de los derivados financieros, pero debemos tener en cuenta que, si son tan empleados en los mercados internacionales, es porque son altamente beneficiosos y nosotros no podemos seguir manteniéndonos rezagados frente al progreso y la optimización, que nos permitan ser más competitivos especialmente en la actualidad donde la ampliación del comercio es una acción decidida que han emprendido todas las naciones. No es que las empresas ecuatorianas sean ineficientes, sino que podrían aprovechar de mejor manera las herramientas que los procesos de innovación financiera

han puesto a su disposición, al punto de maximizar sus utilidades y disminuir los costos, ya que muchos han asemejado el empleo de los derivados financieros, a contar con nueva tecnología para la producción.

No obstante, el hermetismo de las instituciones financieras y la falta de información del Órgano de control, podemos afirmar que si bien es cierto que el empleo de los derivados financieros es muy escaso, son algunos los bancos los que manejan este tipo de instrumentos financieros, que involucran montos considerables y que se pronostica irán en aumento, tal como ocurre con los mercados de capitales en la actualidad.

BIBLIOGRAFÍA

Borja Gallegos, Ramiro, *Contratos mercantiles y financieros: reporto, underwriting, futuros, opciones, fondos de inversión*, Digital Press, Quito Ecuador, 2000.

Cano Rico, José Ramón, *Manual práctico de contratación mercantil: Tomo I; contratos mercantiles en general*, Tecnos 5a Ed, Madrid, 2002,

Díaz Ruíz, Emilio, *Contratos sobre tipos de intereses a plazo "fras" y futuros financieros sobre intereses*, Editorial Civitas; Madrid, 1993.

Díez de Castro, Luis, *Ingeniería financiera: la gestión de los mercados financieros internacionales*, Madrid, España : McGraw-Hill, 1991.

De la fuente Rodríguez, Jesús, *Tratado de derecho Bancario y Bursátil*, México, 3ª edición, Editorial Porrúa, 2000.

Fabozzi Frank, Franco Modigliani y Michel Rerri, *Mercados e Instituciones Financieras*, trad. Margarita Gómez, Prentice – Hall Hispanoamérica S.A., 1a edición, 1996.

Fernández, Pablo, Eduardo Martínez–Abascal, *Derivados Financieros*, Biblioteca IESE de Gestión de Empresas, Universidad de Navarra, Ediciones Folio S.A., Barcelona España, 1997.

Fernández, Pablo, *Opciones Futuros e instrumentos derivados*, Ediciones Deusto S.A., España, 1996.

Fernández–Armesto, Juan y Luis De Carlos Beltrán, *El Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Editorial Civitas S.A., 1992.

Girón Alicia y Eugenia Correa, *Economía Financiera Contemporánea*, México, Universidad Autónoma de México, 2004.

Gray Simon y Joanna Place, *Derivados Financieros*, 1a edición, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2003.

Mabarak Cerecedo, Doricela, *Derecho financiero público*, México : McGraw-Hil, 1995.

Marsell Carstens, Catherine, *Las Nuevas Finanzas en México*, Editorial Milenio S.A., cuarta reimpresión, México D. F., 1994.

Muñoz, Luis, *Contratos y negocios jurídicos financieros*, Editorial Universitaria, Buenos Aires, Argentina, 1981.

Murphy, John J., *Análisis técnico de los mercados financieros*, Barcelona España, Gestión 2000, 2003.

Narvéez García, José Ignacio, *Obligaciones y contratos mercantiles*, Editorial Temis, Santa Fe de Bogotá, 1990.

Paolantonio, Martín Esteban, *Operaciones Financieras Internacionales*, Buenos Aires, Rubinzal – Culzoni Ediciones, 1997.

Sanz Caballero, Juan, *Derivados Financieros*, España, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000.

Sierralta Ríos, Aníbal y Luis Olavo Baptista, *Aspectos Jurídicos del Comercio Internacional*, 3ª edición, Editorial Temis S.A., Santa Fe de Bogotá, 1998.

Siems Thomas, *Los derivados financieros: ¿se justifican nuevas regulaciones?*, Centro de Estudios Modernos Latinoamericanos, Boletín CEMLA, volumen XLII número 1, enero – febrero de 1996, México D. F.

Tobón Gómez, Alfredo, *Introducción al estudio del derecho bancario: contratos*, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá Colombia, 1985.

Vargas Mas, Carlos, *Sistema de Estabilización de precios agropecuarios: La experiencia peruana*, Universidad Nacional de Unayali, SEPIA X, Pucallpa Perú, 2003.

Varón Palomino, Juan, *Portafolios de Inversión, La Norma y el Negocio*, Asociación de Fiduciarias, Santa Fe de Bogotá, 1994.

Videla, Pedro, *Mercados financieros internacionales*, Barcelona, España, Editorial Folio, 1997.

Watson, John y Gavin Gray, *Productos Derivados: Renta Fija/Swaps*, trad. Santiago Domingo, Euromoney Publications, Inglaterra, 1995.

PAGINAS WEB:

Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en España (MEFF) en el sitio Web:
<http://www.meff.com/instituto/futuros/smercs.htm>.

Mercado Mexicano de Derivados, sitio web:
<http://www.mexder.com.mx/MEX/paginaprincipal.html>.

BolsaOne, sitio Web: <http://www.bolsaone.com>.

Armando Méndez Cruz, *Los Países en Desarrollo y los Instrumentos derivados en la Gestión de Riesgos: Una muestra más de desigualdad*, abstract publicado en:
<http://www.encuentrofinanzas.cl/SitioAntiguo/e2002/temario.htm>.

Sitio web de la Superintendencia de Bancos y Seguros.