

UNIVERSIDAD MAYOR DE "SAN ANDRÉS"
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS
CARRERA DE AUDITORIA



PROYECTO DE GRADO:

**"ANÁLISIS DE LAS OPERACIONES DE
FUTUROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS"**

POSTULANTE : MARIO JIMENEZ SANGUEZA

TUTOR : LIC. Mg. Sc. ADOLFO MENDOZA Y.

LA PAZ – BOLIVIA

2008

Dedicatoria

*A mi esposa y a mis hijos
Quienes me brindaron su apoyo y paciencia en
la elaboración del presente Proyecto.*

Agradecimiento

A Dios por su confianza, por su amor y amistad incondicional durante los años, en los cuales he logrado terminar mi carrera profesional

Al Lic. Mg. Sc. Adolfo Mendoza Y. por su orientación y apoyo como tutor.

De igual manera agradezco a todos los docentes de la Carrera de Auditoria de la UMSA, por la enseñanza recibida, sus palabras y sabios consejos

INDICE

INTRODUCCION	1.
CAPÍTULO I	2.
1. ANTECEDENTES	2.
1.1. Planteamiento de la investigación	2.
1.2. Planteamiento del problema	3.
1.3. Formulación del problema	3.
1.4. OBJETIVOS	4.
1.4.1. Objetivo General	4.
1.4.2. Objetivos Específicos	4.
1.5. JUSTIFICACIÓN	5.
1.5.1. Justificación teórica	5.
1.5.2. Justificación Socioeconómica	5.
CAPÍTULO II	7.
2. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION	7.
CAPÍTULO III	8.
3. LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS	8.
3.1. Los instrumentos destinados a operaciones de financiación	8.
3.1.1. Bonos a interés flotante (FRNs)	8.
3.1.2. Bonos convertibles	11.
3.1.3. Bonos internacionales	14.
3.1.4. Las emisiones de títulos aseguradas NIF's (Note Issuance Facilities)	20.
3.2. Los instrumentos destinados a las operaciones a futuro	30.
3.2.1. Operaciones swaps de divisas e interés	31.
3.2.2. Contratos a plazo de divisas	32.
3.2.3. Contratos a plazo de interés (FRAs)	32.

3.2.4. Opciones	33.
3.2.5. Contratos a plazo, negociados en mercados organizados	33.
CAPÍTULO IV	35.
4. ANÁLISIS DE LAS DIFERENTES OPERACIONES A FUTURO	35.
4.1. Introducción	35.
4.2. Las Operaciones a Futuro como instrumentos de cobertura estratégica	36.
4.2.1. El concepto de la volatilidad	36.
4.2.2. Contratos sobre tipos de interés	40.
4.2.3. Contratos FRAs	40.
4.2.4. Contratos sobre índices bursátiles	41.
4.2.5. Contratos sobre divisas	43.
CAPÍTULO V	44.
5. MERCADOS DE CONTRATOS DE FUTUROS; EL MERCADO SIMPLE Y EL NORMALIZADO	44.
5.1. Introducción	44.
5.2. Diferencias entre mercado simple y normalizado	50.
5.3. Características del mercado normalizado	52.
5.3.1. Elementos intervinientes en el mercado de futuros y liquidación de las operaciones	53.
5.4. Opciones	59.
5.4.1. Introducción	59.
5.4.2. Clases de opciones	62.
5.4.3. Precio de las opciones	64.
5.5. INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN BOLIVIA	67.
5.5.1. Breve Reseña Histórica de la Aplicación y Utilización de los Bonos en Bolivia.	67.
5.5.2. Antecedentes Jurídicos	67.

5.5.3. Los Instrumentos de inversión en el mercado de valores y los tipos de emisiones	68.
5.5.3.1. Clasificaciones de los Valores	69.
5.5.3.2. Valores Más Comunes	71.
5.5.3.3. Depositary Receipts	72.
5.5.3.4. Bonos	73
5.5.3.5. Papeles Comerciales (Commercial Paper)	74.
5.5.3.6. Tipos de Valores que se Negocian en el Mercado Boliviano	74.
5.5.3.7. Tipos de Emisores	77.
5.5.3.8. Valorización de Instrumentos Financieros	78.
CAPÍTULO VI	81.
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	81.
BIBLIOGRAFÍA	82.



INTRODUCCION

Como resultado de la imparable globalización mundial de la economía, se van produciendo efectos financieros negativos, como ser la crisis monetaria provocada por la devaluación del dólar estadounidense que habría de generar fuertes convulsiones en los cambios de las monedas a la reevaluación con un efecto favorecedor de las importaciones y perjudicial para las exportaciones provocándose un aumento generalizado de los déficit de las balanzas comerciales, a esto tenemos que añadir otras dos circunstancias que tiene una fuerte incidencia en los mercados económicos.

Nos referimos al alza de productos primarios como consecuencia de la presión de la demanda de los países industrializados sobre la oferta rígida de estos productos, que esta mermada debido a las cosechas deficitarias que, por causas climáticas, se dan en estos últimos años, la otra circunstancia es el aumento del petróleo acordados unilateralmente por los países productores. Un aumento de precios que se produce en una proporción muchísimo mayor que lo que correspondería por la devaluación del dólar, moneda patrón en la que se cotiza el crudo. Dada la falta de elasticidad de la demanda respecto al precio de este producto y su fuerte propensión a consumirlo, derivada de la intensa participación del petróleo en la actividad productiva, subida que ya lo sentimos en nuestros días un fuerte efecto multiplicador que afectará al índice general de precios, no solo a países en vías de desarrollo sino en países industrializados.



CAPÍTULO I

1. ANTECEDENTES

1.1. Planteamiento de la investigación

En el momento actual nos encontramos con una situación económica que se caracteriza por:

- Un dólar devaluado que va a provocar un desplazamiento de la demanda hacia otras monedas con una tendencia a su reevaluación y conllevará además a pérdidas sustanciales en el valor de las reservas existentes en dólares y un alza del precio del oro debido a la falta de confianza en la moneda patrón.
- La convulsión del mercado monetario, vendrá a favorecer el volumen de las importaciones y perjudicar las exportaciones lo que fomentará la aparición generalizada de déficit de las balanzas comerciales. Déficit que se verán acelerados por el aumento de los precios del petróleo y de los productos primarios.
- Un proceso inflacionario generalizado derivado de los aumentos de los costos de los productos que arrastrará a aumentos escalonados de los salarios nominales que, al no respaldarse los aumentos de la productividad, van a generar una especial inflacionaria que, a corto plazo, provocarán la contracción de la demanda global y que en definitiva afectará a los niveles de empleo.



- Esta situación económicamente hablando, de bajo nivel de empleo en medio de un proceso inflacionario, llevará al crecimiento del Déficit Público ante la necesidad de los gobiernos de afrontar los aumentos del Gasto Público, que se derivan de las prestaciones de desempleo. Además los Gobiernos deberán aumentar sus aportaciones para inversiones con el fin de evitar la caída brusca de las tasas de crecimiento como consecuencia de la crisis del sector privado.

1.2. Planteamiento del problema

Nos encontramos en una situación generalizada de, inflación, déficit en las balanzas comerciales, crecimiento en el déficit público e inestabilidad del mercado de cambios. Ahora bien, como luchar contra la inflación y la formación de los déficit comerciales aplicando las medidas de ajuste tradicionales encaminadas a reducir la demanda efectiva tales como la contención de las rentas cuando ya el salario nominal se encuentra muy deteriorado por la inflación sin correr el riesgo de hacer caer a la demanda en una recesión aún más profunda. O bien aplicar una política cambiaria de devaluación para frenar por el encarecimiento de las importaciones, sin que ello suponga una aceleración en el alza de los precios interiores. Como compensar el crecimiento del déficit público mediante un crecimiento de la presión fiscal en una economía que por el contrario lo que necesariamente para su reactivación es precisamente lo contrario.

1.3 Formulación del problema

La situación actual económica de todos los países como el nuestro, necesariamente tendrá que pensar en una aplicación de políticas monetarias restrictivas con altos tipos de interés que habría de afectar:

- Con relación a la inflación, reduciendo la demanda interna a través de la contracción del volumen y del encarecimiento de los créditos.



- En cuanto al déficit exterior, reduciendo la capacidad de financiamiento de las importaciones y alentando en la entrada de capitales extranjeros.

1.4. OBJETIVOS

1.4.1. Objetivo General

- Demostrar la liberalización de emisiones de bonos a intereses flotantes y la restricción al establecimiento de mercados de opciones y futuros en activos financieros, divisas títulos de renta variable, así como de mercados de valores no cotizables en Bolsa para ayudar a la capitalización de pequeñas y medianas empresas

1.4.2. Objetivos Específicos

- Necesidad de cubrir las incertidumbres de los prestamistas y prestatarios provocadas por la alta volatilidad de los tipos de interés.
- La necesidad de adaptarse a las nuevas formas de captación de recursos.
- Justificar el acceso a mercados financieros no solo nacionales sino internacionales.
- Utilizar estos nuevos instrumentos con la seguridad de que conllevará a un aumento de riesgos inherentes a las operaciones financieras.



- El uso de estos nuevos instrumentos dará cobertura a reducir los niveles de incertidumbre derivados de la variabilidad de los tipos de interés y de cambio.
- Demostrar que el uso de valores futuros dará como resultado la recuperación de los activos financieros.

1.5. JUSTIFICACIÓN

1.5.1. Justificación teórica

La elevada inflación latente en nuestros tiempos, afecta indefectiblemente a las tasas de interés y provoca una incertidumbre en los prestamistas de fondos a largo plazo, como también volverá reacios a prestar fondos a los prestatarios.

Como respuesta a esta situación aparecen en el mercado financieros nuevos instrumentos de captación de fondos cuyas características se basarán en la oferta de un tipo de interés variable, en plazos de amortización más cortos y en cláusulas compensadoras de pérdidas de valor. De esta manera, el mercadeo comenzará a obligar a los prestatarios a asumir costos derivados de las variaciones en los tipos de cambio si bien también les dará la oportunidad de beneficiarse de posibles de los tipos de interés del mercado.

1.5.2. Justificación Socioeconómica

Las consecuencias derivadas de la crisis económica van a exigir de los gobiernos, no solo aún mayor control de las políticas monetarias y cambiarias, sino también una mayor participación, a través de sus presupuestos, en la solución de los problemas sociales y alentador de la demanda interna lo que va a suponer un incremento sostenido del déficit público planteando problemas inherentes a su financiación.



Otro de los problemas básicos económicos que se presenta en nuestro medio, es el de buscar financiamientos para cubrir el déficit fiscal, como en muchos países en vías de desarrollo y la razón se debe a incurrir en esta clase de operaciones para poder afrontar el incremento de sus inversiones y como el complemento al volumen del ahorro interno.



CAPÍTULO II

2. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION

La producción de conocimientos y la metodología incluyen la modernización, la inquietud de presentar nuevos instrumentos destinados a operaciones de financiación y los datos señalados en el mismo son el resultado de la aplicación de estas operaciones en una gestión que deberán ser interpretados de acuerdo a normas nacionales e internacionales.

Bajo estas perspectivas la presente investigación se basa en el estudio de tipo exploratorio, descriptivo y a su vez explicativa:

- Exploratorio porque existen normas diferentes en el mundo sobre la apropiación de estos instrumentos financieros.
- Descriptivo porque trataremos de identificar las características y efectos de la interpretación y aplicación de estos instrumentos.
- Explicativo porque las conclusiones de este estudio significarán instrumentos básicos, de ayuda, orientación y análisis de la adecuación y ejecución de los valores futuros dentro de la realidad de países en vías de desarrollo, que son los que más afectados.

Los objetivos presentados nos permiten utilizar el método deductivo e inductivo. Debido a que se parte de situaciones generales explicativas a través de un marco teórico general para llegar a situaciones particulares, es decir a partir del conocimiento particularizado para llegar a formular un tratamiento y resultados de la aplicación de estos nuevos instrumentos financieros.



CAPÍTULO III

3. LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La necesidad de cubrir las incertidumbres de prestamistas y prestatarios provocadas por la alta volatilidad de los tipos de interés, así como de adaptarse a las nuevas formas de captación de recursos impuestas por el proceso de desintermediación, alentado por los cambios producidos en las políticas gubernamentales encaminados a la relajación de las barreras de acceso a los grandes mercados financieros, tanto nacionales como extranjeros, indujeron en la década de los ochenta la aparición de una serie de nuevos instrumentos de financiación en los que se apoya el mercado financiero actual.

Por otra parte, la utilización de estos instrumentos llevará al mismo tiempo un aumento de los riesgos inherentes a las operaciones financieras que van a determinar a su vez la aparición de los denominados instrumentos de cobertura destinados a reducir los niveles de incertidumbre derivados de la variabilidad de los tipos de interés y de cambio, así como en cuanto a los valores futuros de recuperación de los activos financieros.

3.1. Los instrumentos destinados a operaciones de financiación

3.1.1. Bonos a interés flotante (FRNs)

Son los llamados FRNs (Floating Rates Notes) que, aun cuando ya aparecieron en los mercados financieros a mediados de los años setenta, como respuesta a las incertidumbres provocadas en los inversores por la erraticidad de los tipos de interés, su verdadera expansión no se produce hasta los años ochenta, llegando en 1985 a superar el volumen de sus emisiones al de las efectuadas a interés fijo en aquellas fechas.



La incorporación del interés flotante a las emisiones de bonos supone que, el tipo de interés aplicable al valor nominal del título será el tipo ofertado en la emisión ajustado de acuerdo a la variación de otro tipo de interés que se toma como referencia y que, en general, suele ser el tipo de interés al que se opera en el mercado financiero, como por ejemplo pueden ser los tipos LIBOR, MIBOR, NIBOR etc. Esta innovación convertirá a los bonos en el instrumento más importante del mercado y especialmente a los bonos internacionales que incorporaron esta característica en un 34% del total de las emisiones.

Con el pago de un tipo de interés variable se ofrece una solución adecuada a los problemas planteados por la variación, en espacios cortos de tiempo, de los tipos del mercado, provocando la incertidumbre de los inversores. Esto supone, por el contrario, que el prestatario asume el riesgo de un mayor coste de financiación en caso de tendencias alcistas de los tipos de interés pero también puede llegar a beneficiarse de una reducción de los mismos en el caso inverso.

Esta posibilidad, de que el aumento del tipo de interés de referencia sea creciente a lo largo de la vida de la deuda, ha llevado a los prestatarios a utilizar instrumentos de cobertura contra el riesgo que supone un fuerte aumento de los intereses a pagar. Este es el caso de la aparición de los FRAs (Forward Rate Agreement), de los SWAPs de interés y de los contratos de futuros sobre tipos de interés.

Dentro de los bonos a interés flotante existen algunas modalidades que se diferencian, básicamente, en cuanto a los períodos y forma de revisión del tipo de interés ofertado en la emisión. Así tenemos:

- Capped FRNs que ofrecen un tipo de interés variable con un techo. La revisión del tipo ofertado podrá realizarse bien desde la fecha de la suscripción y durante la vigencia del título o solamente a partir de los dos o tres años desde la fecha de la emisión.



- Drop Lock Bonds para los cuales contrariamente se garantiza un interés variable mínimo. Es decir, cuando el tipo variable ajustado desciende por debajo de un mínimo pactado, los bonos pasarán a devengar un interés fijo manteniéndose así hasta la amortización del título.
- Mismatched interest para los cuales la ventaja radica en que, aún cuando el pago del cupón se realice semestralmente, el tipo de interés se ajusta mensual o trimestralmente, facilitando así la negociación del bono en el mercado por su tenedor.
- FRNs perpetuos que, además de ofrecer el tipo de interés variable, proporcionan además al tenedor la ventaja de que puede exigir el canje obligatorio de estos bonos por acciones de la sociedad del prestatario en caso de aparición de problemas de liquidez para el emisor en el momento de tener que efectuar el reembolso.

El auge de este tipo de bonos se debe no sólo al hecho de garantizar al inversor una rentabilidad de acuerdo a la evolución de los tipos de interés del mercado sino también a dos circunstancias:

1. Los altos rendimientos proporcionados a los inversores. Por ejemplo, estos bonos denominados en eurodólares obtuvieron, entre 1979 y 1984 un tipo medio anual del 13,6% frente al 12,8% que recibían los depósitos a tres meses en la misma moneda o al 10,9% que obtenían los Bonos del Tesoro norteamericano al mismo vencimiento.
2. La participación de los Bancos Comerciales en estas emisiones tanto como compradores y como emisores:



Como compradores por cuanto la adquisición de esta clase de títulos les permitía realizar operaciones de crédito con ingresos variables dotando además a estos activos bancarios de una gran transferibilidad.

Como emisores debido a que muchos bancos, no estadounidenses, consideraron a estos instrumentos denominados en eurodólares como el medio menos oneroso de obtener financiación de dólares a interés variable. Los fondos así obtenidos podrían ser posteriormente utilizados en la concesión de préstamos sindicados a medio plazo en dicha moneda a tipos igualmente variables lo que se suponía que los ingresos obtenidos por los créditos se acomodaran con los costes de los pasivos captados a medio plazo, lo cual resultaba muy convenientemente en una situación fluctuante de los tipos de interés del mercado.

3.1 .2. Bonos convertibles

Como ya hemos anticipado, el bono convertible concede a su tenedor el derecho a convertir dicho título por acciones de la sociedad que emitió los bonos en unas fechas y condiciones determinadas. El coeficiente de conversión, es decir, el número de acciones que podrán obtenerse por cada bono dependerá, de la cotización obtenida por las acciones de la sociedad prestataria en una fecha anterior a la de la conversión y del descuento aplicable. Tanto las fechas en que podrá ejercitarse el derecho a la conversión, como el período de tiempo a considerar para determinar la cotización de las acciones y el descuento aplicable al precio de cotización, están fijados de antemano en las condiciones de emisión de los bonos.

Esta clase de emisiones reportan ventajas tanto a prestatarios como inversores. Para el prestatario el hecho de conceder al inversor la opción a la conversión, le supone mejorar el coste financiero de la deuda ya que, como contrapartida a este derecho de conversión, el prestatario ofrece, generalmente en



la emisión, un tipo de interés ligeramente inferior al vigente en el mercado de renta fija. Además, si finalmente llega a realizarse la conversión esto le supondrá la ventaja de apuntalar su balance mediante la transformación del pasivo exigible en capital.

Para el inversor, la opción de poder convertir, en un momento determinado, el bono por acciones, le cubre de las posibles pérdidas de valor liquidativo que pueda sufrir el título ante una evolución desfavorable de los tipos de interés en el mercado de renta fija debido al beneficio que le supone adquirir una acción a un precio inferior al de su cotización en el mercado, siempre claro está, que las expectativas de la cotización de dicha acción sean alcistas.

Estas ventajas condujeron a que esta clase de bonos tuviera gran aceptación en el mercado financiero con un fuerte auge en el volumen de las emisiones, siendo las sociedades japonesas las más activas emisoras de esta clase de deuda ligada a acciones en el mercado de eurobonos.

El hecho de que los tenedores de esta clase de títulos no lleguen a convertirlos en acciones, no supondrá un grave problema para aquellas empresas que gocen de una situación financiera saneada o de una buena imagen de solvencia en el mercado. Por el contrario, teniendo en cuenta que el plazo de amortización de una emisión de bonos oscila entre los 7 y 10 años, aquellas empresas que se vean obligadas a refinanciar la deuda y para las cuales el rating de solvencia en el mercado se haya deteriorado en ese plazo de tiempo, tendrán que realizar la oferta de suscripción de las nuevas emisiones en condiciones financieras bastante desfavorables o, lo que sería peor, le sea imposible encontrar agentes mediadores que le aseguren la emisión.

Par evitar a los prestatarios los problemas que pueden derivarse de la no conversión los Banqueros de Morgan Stanley lanzaron al mercado en 1991 un nuevo instrumento que ha tenido una gran aceptación. Son los llamados:



- **PERCS siglas de Preferred Equity Redemption Cumulative Stock** (Acción preferente con derecho a rescate) y que en menos de un año han creado un mercado en Wall Street de 7.000 millones de dólares.

Este instrumento consiste en la emisión de bonos convertibles que, necesariamente a los tres años, deben ser convertidos en acciones ordinarias del emisor. Para estos bonos se ofrece un rendimiento muy superior al dividendo percibido por las acciones ordinarias de la empresa que los emite. Al mismo tiempo el inversor acepta un techo en la revalorización de la cotización en el mercado de estos PERCS ya que la empresa emisora tiene el derecho u opción de compra sobre estos bonos, si éstos suben de manera significativa.

En el caso de que en el curso de los tres años la empresa emisora no llegara a ejercitar el derecho de rescate se procederá a la conversión en las siguientes condiciones:

Si la fecha de conversión las acciones ordinarias de la emisora cotizan por debajo de los PERCS, el inversor recibirá por cada PERCS poseído una acción ordinaria completa. Ahora bien, si por el contrario, la acción ordinaria cotiza por encima del techo establecido para la PERCS, los inversores recibirán una parte de la acción ordinaria equivalente al precio del techo.

La utilización de este instrumento está generando beneficios adicionales para los inversores de aproximadamente un 19% desglosado en: un 8% por mayor rentabilidad y un 11 % por revalorización de capital, si bien hay que tener en cuenta que la mayor rentabilidad para el inversor finaliza necesariamente a los tres años y que corre el riesgo de una cotización a la baja de las acciones ordinarias.

La empresa emisora por su parte mantiene la ventaja de asegurar la conversión de las obligaciones con independencia de la evolución de la cotización



de sus acciones ordinarias en el mercado y que siempre es factor determinante para los inversores para llevar a cabo la conversión de bonos por acciones.

Como vemos existen, por el momento, tres clases de bonos convertibles cada uno de los cuales trata de cubrir determinados riesgos para los intervinientes:

- Bonos convertibles simples: La conversión es optativa para el inversor con lo cual se cubre del riesgo de que las acciones canjeables evolucionen a la baja. El emisor por su parte corre el riesgo de que la conversión no llegue a producirse y se vea obligado a refinanciar la deuda en condiciones menos favorables.
- Bonos convertibles perpetuos: El inversor puede exigir en el momento de la amortización su conversión en acciones en el caso de que se presenten problemas de liquidez por parte del emisor. Con esta clase de bonos el inversor se cubre contra un riesgo de insolvencia.
- Bonos con opción de rescate PERCS: El inversor está obligado a realizar la conversión a los tres años o antes si se producen las circunstancias que le dan derecho a la sociedad emisora para ejercer la opción de rescate. En este caso el emisor se cubre frente al riesgo de que la conversión no llegue a realizarse con los problemas que de ello pueden derivarse.

3.1.3. Bonos internacionales

Hay dos clases de bonos internacionales:

1. Bonos extranjeros

Estos bonos los colocan y asegura un Banco de nacionalidad distinta a la del prestatario emisor y están denominados en la moneda del país donde se colocan. Es decir, un prestatario de una país A decide efectuar una emisión en moneda del país B para lo cual recurrirá a un Banco del país B que se encargará de colocar en dicho país B la emisión incorporando, generalmente, un acuerdo de



aseguramiento mediante el cual el Banco asegurador suscribirá aquellos títulos no cubiertos en la emisión.

2. Euro bonos

Son bonos igualmente denominados en moneda distinta a la del país del prestatario pero, a diferencia de los extranjeros, estos bonos se emiten en varios países simultáneamente, estando igualmente asegurados por un sindicato de varios bancos.

Evidentemente para poder concurrir a un mercado extranjero se requiere una buena calificación del emisor. La calificación de activos y de quienes los emiten, sean empresas, entidades públicas o Estados, es una práctica muy generalizada en los mercados de capitales de todo el mundo. A través de la calificación las agencias miden la solvencia o la calidad del riesgo que toma el inversor dando su opinión sobre tres puntos básicos: rentabilidad del activo, plazo de devolución del dinero prestado y solvencia del emisor. Esta opinión de las agencias influye decisivamente en el precio de colocación de los activos. Las principales agencias dedicadas a esta actividad son Standard & Poor, Moody y IBCA. La calificación viene indicada por una combinación de letras y números o signos. Por ejemplo en la escala utilizada por Moody la calificación máxima viene indicada por AAA.y, a medida que desciende el nivel de calificación, se suele ir denominando por AA +, AA₁, AA₂... A +, A₁, A₂ hasta llegar a A que es la más baja.

En cuanto a las condiciones ofrecidas en la emisión, los bonos internacionales incorporan, además de las características habituales a cualquier clase de bono en cuanto a tipos de interés y formas de amortización, otras características que les son específicas y que están especialmente encaminadas a reducir los riesgos para el inversor derivados de las fluctuaciones del cambio de la moneda en que está denominada la emisión.

Así podemos encontrar ofertas de bonos con las siguientes características:



- Bonos de desembolso parcial: Que permite a los suscriptores posponer el pago del principal durante algunos meses, con lo cual puede obtenerse, a veces, un determinado beneficio cuando la cotización de la moneda de denominación fluctúa a la baja.
- Bonos con “warrant de moneda”: Los warrants de los instrumentos financieros es una opción que otorga al inversor el derecho de comprar emisiones adicionales de bonos del mismo prestatario con un cupón y precio especificados de antemano. En el caso concreto de los warrants de moneda o divisa dual, el inversor tiene la opción de compra de nuevas emisiones de bonos en moneda distinta a la de la emisión inicial, Así, para un warrant en euros y marcos, un inversor en dólares recibe una cobertura que le permite suscribir en estas dos monedas sin necesidad de desplazarse hacia otras emisiones que, denominadas en dichas monedas, ofrezcan menores rendimientos. Esta clase de bonos se emitieron por primera vez en Junio de 1984.
- Bonos de divisa dual: Esta innovación se originó en el mercado de bonos extranjeros en marcos alemanes extendiéndose después a las emisiones denominadas en francos suizos y yens durante 1981 y 1984. Consisten en que el precio de emisión y el cupón que incorporan están denominados en una moneda pero el precio de reembolso se establece en una moneda diferente, generalmente el dólar, cuyo tipo de cambio está prefijado en el momento de la emisión. De esta forma el inversor se protege contra una caída del valor de amortización, al menos, hasta el punto de equilibrio y que generalmente se suele situar entre un 20 y 30% por debajo de los valores de intercambio existentes en el momento de la emisión.



a) Evolución de los bonos internacionales

La incorporación del tipo de interés flotante, como prima de riesgo contra la fluctuación de los tipos y el proceso de liberalización de circulación de capitales, iniciado en la mayoría de los países para facilitar a los prestatarios el acceso a los mercados internacionales en busca de mejores costes de financiación y ampliar sus recursos en divisas, ha llevado finalmente a los bonos internacionales a convertirse en el instrumento de financiación internacional más importante del mercado.

Las emisiones netas de esta clase de bonos pasaron, entre 1981 y 1984 de un volumen de 30.000 a 60.000 millones de dólares. En 1991, según recoge el informe anual de la firma Salomón Brothers, el volumen de nuevas emisiones superó los 290.000 millones de dólares con lo cual, la participación de los bonos internacionales en el total de los préstamos internacionales, ha pasado del 7% en 1981 al 68% en la actualidad, lo que da una idea de la progresión de este instrumento en sólo diez años. Esta evolución creciente se vio fuertemente acelerada en 1983 como consecuencia de la relativa estabilidad que en esos años se produce en las tasas de inflación mundial, lo que va a determinar una cierta tendencia a la baja de los tipos de interés a corto, lo cual vino a alentar el desplazamiento de las inversiones financieras desde el corto al largo plazo.

Dentro de los bonos internacionales, la expansión más fuerte ha correspondido a los Eurobonos. En 1979 los eurobonos representaban un 41 % del total de las emisiones de bonos internacionales pasando en 1985 a representar un 83%. La proporción media, durante esos años, se venía manteniendo en un 60% para los euro bonos, sin embargo, el despegue final, hasta alcanzar el 83%, se produjo en 1984 como consecuencia de la caída de los tipos en EE.UU. y la liberalización de los mercados de bonos alemanes a lo que hay que añadir las emisiones denominadas en euros y euro yenes.



Desde luego, al margen del efecto de la variación de los tipos en el mercado financiero estadounidense pudo tener en cuanto a la suscripción de eurobonos, hemos de estar de acuerdo en que, este despegue no hubiera tenido lugar, de no haberse producido la relajación, en los mercados europeos, de las normas sobre emisiones de bonos. Medida, por otra parte, complementaria a las expectativas de creación de un mercado monetario europeo integrado. Prueba de todo ello es que las emisiones de eurobonos siguen con vigor ya que su porcentaje de participación en las emisiones de totales de bonos internacionales se mantiene, en 1991, en un 84%.

A pesar, de la crisis desatada por las devaluaciones del dólar en los años setenta y de la inestabilidad de su tipo de cambio en los últimos años, la moneda en la cual están denominadas el 67% de las emisiones de bonos internacionales sigue siendo el dólar que continua gozando de la confianza de los inversores. En este sentido, no hay que olvidar que, desde 1945, el dólar es la moneda patrón, lo cual, le concede un alto grado de convertibilidad y que las magnitudes económicas, como las reservas en divisas y saldos que componen la balanza de pagos, estén denominados en dólares, lo que supone que el volumen de dichas magnitudes estén condicionadas a las fluctuaciones de la moneda patrón. Precisamente, con el fin de evitar esta dependencia, la Comunidad Económica Europea creó el euro. Así teniendo en cuenta que el valor del euro está formado por la ponderación del cambio de las distintas monedas de la Comunidad, se tendría una moneda con la fortaleza suficiente para ser utilizada como moneda-patrón en la valoración de las transacciones y magnitudes económicas europeas evitando su dependencia de las fluctuaciones del dólar.

Por tanto, la fortaleza del euro pasa por la estabilidad de los cambios de las monedas correspondientes a los países que integran la Comunidad, pero esto sólo podrá conseguirse si existe homogeneidad, o al menos aproximación, en cuanto a la situación económica de cada uno de los países miembros. Esta es, en esencia, la finalidad de la Unión Monetaria Europea que, por otra parte, no parece



alcanzable en la actualidad, sobre todo, en cuanto a algunos de sus miembros se refiere, lo cual llevará necesariamente a una Comunidad dividida en dos grupos de países, según sus niveles de convergencia con los parámetros económicos que exigen una situación económica estable, dando lugar a lo que se ha dado en llamar la “Europa de dos velocidades”.

Las emisiones de bonos internacionales se realizan, fundamentalmente, entre países industrializados. Sin embargo, esto no debería haber sido así; una de las razones de la creación del Fondo Monetario Internacional fue que contribuyera a la financiación del déficit de balanza por cuenta corriente en los que necesariamente tendrían que incurrir los países en desarrollo (PED) para complementar su ahorro interno y poder afrontar las inversiones necesarias destinadas a su crecimiento. Sin embargo, las drásticas condiciones que el propio FMI imponía, sobre la estabilidad de ciertas variables económicas, como la inflación y el déficit público, para que los países que forman parte del FMI pudieran disfrutar de esta ayuda financiera, impidieron en muchos casos que dicha colaboración llegara a determinados países en desarrollo razón por la cual, en la década de los años sesenta, la mayor parte de la fuerte corriente de capitales desde los países industrializados a los países en desarrollo, se produjo vía créditos bancarios internacionales. Esto explica que la participación de los PED en las emisiones de bonos internacionales no haya sido muy notable.

En 1979 esta participación era aproximadamente de un 10% sobre el total de las emisiones, porcentaje que en 1985 descendió hasta un 6%. La explicación a este descenso se encuentra en la práctica desaparición de los países sudamericanos entre los países en desarrollo emisores de bonos internacionales como consecuencia de la pérdida total de la confianza de los inversores en estas emisiones, debido a los incumplimientos habidos en cuanto a la devolución de sus deudas. Esto llevó a que, mientras en los países industrializados el volumen de sus emisiones de bonos internacionales creció en casi seis veces, las de los países en desarrollo sólo lo hicieron en dos veces.



Lo más significativo en cuanto a la evolución de las emisiones en los PED ha sido, sobre todo, la composición de los países emisores. En 1979 los países sudamericanos participaban en casi un 70% del total de las emisiones de los PED siendo los más importantes, Brasil, Argentina y México. En 1985 la participación de estos países en emisiones fue prácticamente nula, siendo fundamentalmente reemplazados por los países del sureste asiático tales como Corea, Tailandia y Malasia.

Como consecuencia de las medidas de ajuste económico adoptadas por algunos países sudamericanos y especialmente por México, Argentina y Venezuela, destinadas a luchar contra los fuertes procesos inflacionistas, se espera, para los años 92 y 93, una reentrada de estos países en los mercados financieros de bonos internacionales.

3.1.4. Las emisiones de títulos aseguradas NIF's (Note Issuance Facilities)

Al analizar las emisiones de bonos ya indicábamos que las causas que habían contribuido básicamente a su expansión había sido: el proceso de desintermediación, esto es, el desplazamiento de los bonos de los inversores hacia la adquisición de títulos de renta fija, en detrimento de los depósitos bancarios, la ampliación del ámbito geográfico de los mercados financieros, derivado de la liberalización de las normas sobre circulación de capitales y la incorporación del tipo de interés flotante como respuesta a las incertidumbres provocadas en los inversores como consecuencia de la erraticidad en los tipos de interés debidas a las fluctuaciones de las tasas de inflación.

A esta tendencia inversora que, por sí misma ya supone una dificultad para las entidades bancarias para captar los recursos financieros en poder del público, hay que añadir además, los efectos de la adopción por las autoridades económicas de medidas de política monetaria restrictiva que, mediante el aumento



de los coeficientes de caja y del volumen de recursos cautivos, han venido igualmente a reducir la capacidad del sector bancario para atender la demanda del sector privado de créditos a corto plazo.

Es decir, a comienzos de los años ochenta nos encontramos en un mercado financiero en el cual, si bien es fácil para los prestatarios la captación de recursos a largo plazo, aprovechando la tendencia instrumentalista de los inversores, les resulta difícil por el contrario obtener fondos del sector bancario debido a la reducción de su capacidad de financiación.

Ante esta situación era necesario por tanto encontrar un instrumento financiero que, facilitara a los prestatarios la obtención de recursos financieros a corto y medio plazo sin necesidad de depender exclusivamente de las posiciones bancarias, más o menos favorables, respecto a la concesión de créditos y que, por otra parte, aprovechará la tendencia de los inversores hacia la adquisición de títulos, especialmente cuando estos ofrecen un tipo de interés variable.

Así en 1981 aparece la figura del NIF siglas de Note Issuance Facilities, también denominados **euro notes** y que podemos traducirlo como “Emisiones de títulos aseguradas”. Estos NIF no podemos considerarlos, en si mismos, como un instrumento. Realmente el instrumento es el conjunto de acuerdos que dan lugar a las emisiones de estos títulos. Este conjunto de acuerdos recogen y actualizan una serie de técnicas que ya existían en los mercados financieros. Se trata, en definitiva, de fórmulas que agrupan características propias de los euro créditos, de los bonos a tipo de interés variable y del mercado comercial de los EE.UU. los cuales llevan esencialmente a un acuerdo, a medio plazo, que permite la obtención de financiación a corto plazo.

El NIF es un acuerdo legalmente vinculante, que suele tener una duración entre 7 á 10 años, en virtud del cual el prestatario puede emitir y poner en circulación títulos a corto, generalmente con un vencimiento a tres o seis meses.



Normalmente el prestatario emisor encarga a una entidad, en la mayoría de los casos un sindicato bancario, la organización y colocación del papel que desea emitir. El sindicato bancario, en este caso **underwriters o aseguradores** puede garantizar al prestatario la disponibilidad de los fondos acordados o simplemente esforzarse en la colocación de los títulos pero sin llegar a asegurar la total cobertura de la emisión.

Cuando el prestatario es un Banco, los instrumentos habitualmente negociados son los **certificados de depósito a corto**, mientras que, para los prestatarios no bancarios, el instrumento escogido son los pagarés garantizados comúnmente llamados **euro notes o euro pagarés**.

Como vemos mediante la fórmula NIF el prestatario dispone de la oportunidad de obtener recursos a corto plazo sin tener que depender para ello de las disponibilidades bancarias y sí de los recursos en manos de los inversores, con esta alternativa, podrá beneficiarse de colocar sus fondos a un tipo de interés a corto plazo, además de poder instrumentalizar su crédito en un título transferible. Por su parte, los bancos participantes en el NIF, cuando se pone en marcha el acuerdo, mediante una demanda de fondos por parte del prestatario, en lugar de realizar un préstamo de dinero, que procederá a efectuar provisiones de fondos al prestamista a cuenta de la colocación de los títulos, esto es, si existe la cláusula de aseguramiento, con lo cual, el banco únicamente realiza una labor de intermediario ya que, el riesgo crediticio, será asumido finalmente por los adquirientes de los títulos.

La rentabilidad obtenida por las entidades bancarias en estas operaciones, será la que procede del cobro de las comisiones y primas de aseguramiento, así como posibles beneficios obtenidos en la colocación del papel. Evidentemente, el riesgo bancario en esta clase de operaciones está en el hecho de que la totalidad de los títulos emitidos no sean colocados entre los inversores por ello, los acuerdos NIF que incluyen cláusula de aseguramiento, están restringidos a



prestarios de alto rating que deben gozar de toda la confianza de los inversores que por ello estarán dispuestos a suscribir los títulos.

Básicamente, los acuerdos NIFs los podemos considerar teniendo en cuenta:

a) Que incluyan la cláusula de aseguramiento

Como ya hemos indicado en este caso los **underwriters** o aseguradores se comprometen a tomar aquellos títulos de la emisión que no hayan sido colocados.

Para estos NIFs con cláusula de aseguramiento se puede utilizar una técnica alternativa, desarrollada en 1982 y conocida por **RUF (Revolving under writing facility)** que consiste en separar, las funciones de aseguramiento, de las de distribución de los títulos, mediante el nombramiento de un Director de la operación (**lead manager**) que, como distribuidor exclusivo, se encargará de la colocación de los títulos devolviendo a los bancos aseguradores los títulos no vendidos.

Este sistema de utilizar una agencia exclusiva de distribución tropezó con dos obstáculos: El primero es que el Grupo de Bancos aseguradores no podía utilizar su capacidad en el mercado para conseguir la colocación de los títulos. El segundo defecto, que conllevaba la utilización de una única agencia distribuidora exclusiva, radicaba en el hecho de que, al estar prefijado el margen sobre el título, los prestarios se veían imposibilitados de obtener beneficios en la venta como consecuencia de posibles mejoras en las condiciones del mercado.

Estas circunstancias llevaron a implantar el sistema de colocación mediante subasta en la cual, los bancos aseguradores, podían pujar hasta un tope de margen máximo, prefijado por la figura del emisor-fijador que determina el margen sobre el LIBOR, pudiendo posteriormente los bancos proceder a su colocación en



el mercado. Esta técnica permite al prestatario beneficiarse en las mejoras de los tipos que pudiera producirse en el mercado además de conocer de antemano y con certeza el coste máximo al cual recibirá las provisiones de fondos.

Esta fórmula de subasta se desarrolló posteriormente al incorporar el sistema de subasta continua mediante la cual, los bancos aseguradores, obtienen un derecho de compra de títulos, al Director de la operación, hasta el límite de su participación proporcional en la operación, al previo de los títulos en el mercado y durante todo el tiempo que dure la oferta.

Hoy en día, el sistema ampliamente utilizado, es el de subasta continua debido a las ventas que proporciona, tanto a los prestatarios, como a los bancos aseguradores. Como ya hemos dicho, este sistema asegura a los prestatarios la colocación de los títulos a los tipos de interés más beneficiosos del mercado a través de la fijación del margen máximo sobre el LIBOR. A los bancos aseguradores, la subasta continua les permite obtener un parte de los títulos emitidos que, posteriormente, podrán colocar entre sus clientes, teniendo la posibilidad de obtener un beneficio por el diferencial que pueda producirse, entre el tipo fijado en la subasta (i) y el tipo final (i') al cual los bancos coloquen los títulos de acuerdo a las condiciones del mercado.

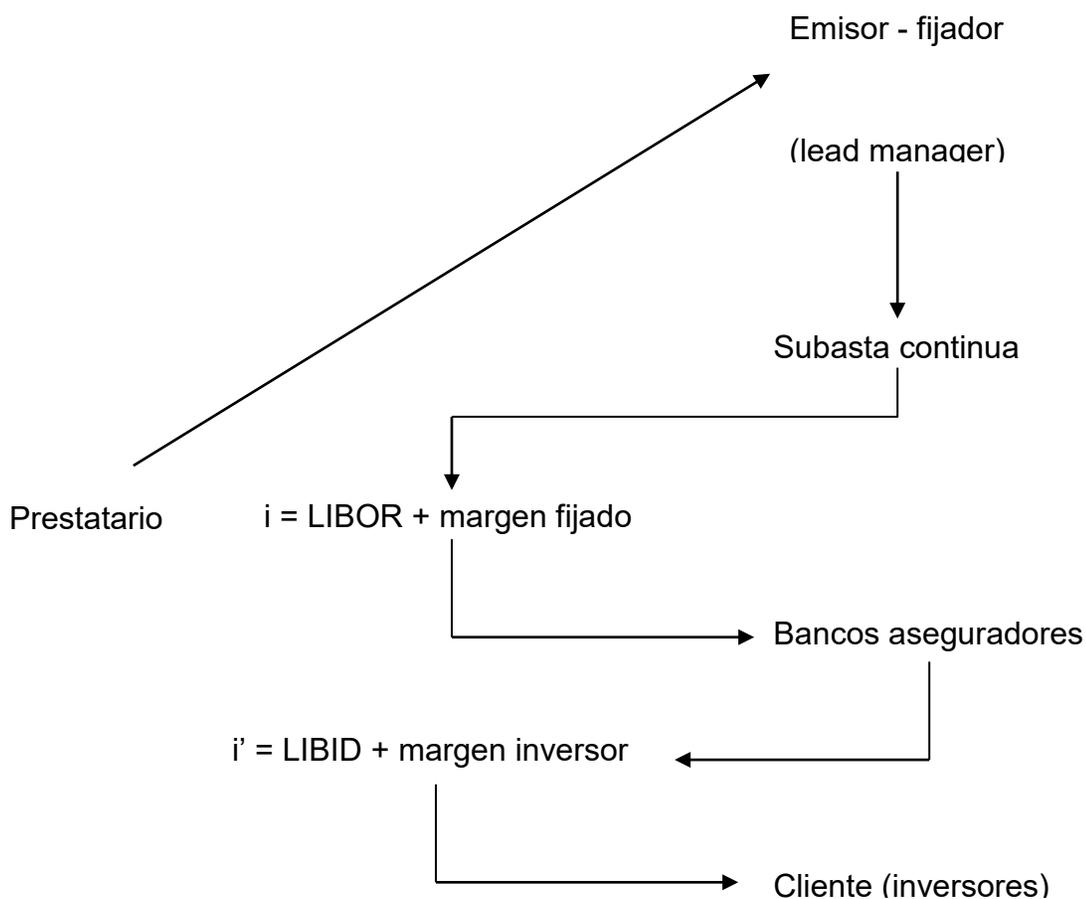
Así por ejemplo, el prestatario pagará un tipo prefijado (i) referido a LIBOR (tipo de interés del mercado financiero, en este caso de Londres, para las operaciones de activo bancarias o de préstamos). El banco asegurador, por su parte, podrá colocar el papel entre sus clientes a un tipo (i') superior al LIBID (tipo de interés del mercado para operaciones de pasivo bancarias o depósitos).

Esto supone que, el cliente del banco que adquiere los títulos obtendrá un beneficio igual a $i' - LIBID$. El banco por su parte obtendrá $LIBOR + \text{margen} - i'$, beneficio que, añadido a las comisiones de aseguramiento y gestión, justificarán la intervención bancaria en este tipo de operaciones ya que, de no contar los bancos



con la obtención de este diferencial, la rentabilidad por su participación en las emisiones de euro notes o pagarés sería prácticamente insignificante dada la tendencia a reducirse el importe de las comisiones de aseguramiento debido a la competencia del mercado. Por ello, se ha impuesto este sistema de subasta continua, ya que es el único medio de que, los bancos participantes en estas operaciones, se aseguren la posesión de la totalidad de los títulos emitidos para su posterior colocación entre su clientela.

Esquema de la operación:





Dentro de estos NIFs asegurados, se pueden contemplar varios tipos de acuerdos en cuanto a las distintas formas mediante las cuales el prestatario puede proceder a la retirada de los fondos que, el acuerdo NIF le permite.

Así tenemos:

1. Multiple Component Facility o línea de crédito para cuya disposición se contemplan varias opciones a través de las cuales se puede obtener la financiación, bien en forma de anticipos o préstamos a corto, de líneas de crédito swing, de aprobaciones bancarias, o sobre todo, en créditos fijados en divisas, lo cual resulta altamente interesante para los prestatarios, si se tiene en cuenta que, los euro notes o pagarés, son títulos que no pueden ser emitidos en divisas. También, éstos Multiple Component Facility, permiten incluir un acuerdo mediante el cual el prestatario puede recurrir, para obtener los fondos, a la emisión de papel comercial como un “stand by” comprometido, lo cual quiere decir que, se le permite al prestatario prescindir de realizar la emisión de unos títulos determinados si las condiciones del mercado, en ese momento, no son favorables para la emisión de dichos títulos, recurriendo, en su sustitución, a disponer del importe que haya sido fijado como crédito stand by (en espera) mediante la emisión de papel comercial.

Otra modalidad de acuerdo de disposición es:

2. Swing Line o líneas de crédito en instrumentos “swings” los cuales permiten al prestatario la obtención de fondos en un período de tiempo muy breve, a veces en un día, con el fin de cubrir los posibles retrasos que puedan producirse hasta que se realice la emisión de los títulos. En realidad este sistema hay que equipararlo a una entrega de cantidades a cuenta.



Estas dos modalidades, la Multiple Component y la Swing Line suelen ser las más utilizadas, ya que, entre ambas, vienen a cubrir en valor un 80% aproximadamente del valor total de los acuerdos NIFs celebrados.

b) Que no incluyan la cláusula de aseguramiento

En 1984 apareció un nuevo tipo de NIF el cual no contemplaba la cláusula de aseguramiento ni la posibilidad de mantener los créditos “stand by”. Mediante este sistema, los bancos intervinientes sólo proveerán de fondos hasta el importe de los títulos emitidos. Evidentemente, este tipo de NIF es únicamente utilizado por aquellos prestatarios que, gozando de un alto rating en el mercado, confían respecto a su capacidad de colocar la totalidad de los títulos.

Estos NIFs han tenido un importante desarrollo llegando su volumen a alcanzar más del 50% del total de NIFs concertados en los mercados. Esto se ha debido a su gran flexibilidad para obtener fondos a corto plazo ya que, gradualmente, se han ido asemejando cada vez más a los programas de “papel comercial americano” ya que, al separar la emisión de los títulos, del acuerdo sobre la concesión del crédito, se emite más papel y a plazos cada vez más cortos, lo que permite al prestatario la posibilidad de efectuar rápidas retiradas de fondos que, en algunos casos, puede llegar a obtener incluso en el mismo día de la petición.

Esta clase de NIFs o líneas de financiación no aseguradas se conocen con el nombre de **Programas de Papel Euro Comercial**. Como vemos, la diferencia sustancial entre este acuerdo y el NIF estandarizado, consiste en el proceso de emisión. En el primer caso, el prestatario hace propuestas para emitir papel por una cantidad y en una fecha determinada. Cuando se trata de papel euro comercial, la entidad bancaria se compromete a realizar las provisiones de fondos al margen del proceso de emisión de los títulos, que por su parte, el prestatario colocará en el mercado a través de los dealers.



En realidad estos acuerdos NIF son asimilables a los créditos sindicados ya que, en definitiva, se trata de un acuerdo por un período de entre siete y diez años mediante el cual los bancos comprometidos realizarán provisiones rápidas de fondos y a muy corto plazo hasta el límite de la cantidad prefijada en función a las garantías aportadas por el prestatario. Los fondos recibidos por el prestatario serán restituidos a los bancos con los recursos obtenidos por la emisión del papel que se confía será siempre absorbido por el mercado en función a la confianza de los inversores en el emisor.

Realmente estas operaciones como tales suponen una escasa rentabilidad para los bancos participantes al no contemplarse en ellas, ni el cobro de comisiones de aseguramiento, ni la posibilidad de obtención de beneficios por la colocación de los títulos. Sin embargo, los bancos se suelen prestar fácilmente a realizarlas porque ello supone mantener el contacto con su clientela y obtener a cambio la realización de otras operaciones financieras de activo.

c) Evolución del mercado de los NIF's

El mercado de los **euro notes** ha evolucionado a través de tres fases diferenciadas:

En la primera fase, comprendida entre 1981 y 1985, los créditos se destinaron a unos pocos proyectos de escasa cuantía y siendo los prestatarios, bancos y algunos gobiernos de países de la OCDE.

A finales del 63, las técnicas de los NIF's evolucionaron rápidamente permitiendo su utilización como sustitutivos de los créditos sindicados, con lo cual se produce la entrada en el mercado de empresas prestatarias de alta calificación, igualmente pertenecientes a países de la OCDE. Al igual que en el caso de los bonos internacionales y como consecuencia de la falta de confianza de bancos e inversores, la participación de los países en desarrollo en este tipo de



operaciones, es irrelevante ya que su participación no pasa de un volumen igual al 2% del total de las operaciones.

En 1985, fueron ya corporaciones no bancarias las que se convierten en los principales prestatarios, particularmente de EE.UU., Australia y Reino Unido. Así el promedio de operaciones de corporaciones no bancarias, pasó de representar una media del 40% al 60%, según vemos en el siguiente cuadro:

Prestatarios	1981	1982	1983	1984	1985
Instituciones y Gobiernos	48,7	25,3	-	40,2	7,7
Bancarios o Financieros	9,8	29,3	53,9	17,1	27,5
No Bancarios	41,5	45,4	46,1	40,1	63

Sin embargo, la expansión de este sistema de financiación se ve condicionado por los prestatarios no institucionales por las siguientes razones.

En primer lugar, el elevado rating que deben gozar en el mercado financiero las empresas prestatarias para optar a concluir un acuerdo NIF ya que, no hay que olvidar que, el bien finalmente, el riesgo crediticio lo soporta a medio plazo el inversor que suscribe los títulos, tanto en el caso en el cual los bancos a través de la cláusula de aseguramiento se comprometen a adquirir los títulos no colocados, como cuando no existe dicha cláusula y los bancos deben efectuar provisiones de fondos a cuenta de la colocación del papel, los bancos corren el riesgo evidente de que en el proceso de emisión los inversores pierdan la



confianza en el emisor, provocándose una situación de insolvencia del prestatario que supondrá, para los bancos participantes, una dificultad para recuperar los fondos anticipados.

Por esta razón, en la mayoría de los países se intenta adoptar disposiciones oficiales, arbitradas por las autoridades monetarias, al objeto de limitar los niveles de riesgo bancario. Estas disposiciones se orientan hacia el establecimiento de un ratio entre, el volumen de las operaciones aseguradas o de los créditos comprometidos y el nivel de los depósitos o el capital.

La segunda razón limitativa a la expansión se debe a la reticencia, por parte del pequeño inversor, a la adquisición de estos títulos dado que, generalmente, este tipo de papel no está valorado debido a que, su mercado secundario está poco desarrollado, como consecuencia de que, al ser títulos con cortos períodos de vencimiento, son detectados hasta la expiración de los mismos. Por tanto, la única valoración procede a través de la calificación del rating del prestatario que, a veces, como sucede en EE.UU. puede estar desvirtuado por el criterio de los intermediarios. Este problema puede haberse visto mitigado desde que los servicios de valoración de las agencias Standard & Poors y Moody han comenzado a realizar tasaciones de euro notes.

3.2. Los instrumentos destinados a las operaciones a futuro

Estos instrumentos, cuyas características y estrategias serán analizadas más ampliamente en páginas posteriores, nacen fundamentalmente con la finalidad de cubrir los riesgos derivados de las variaciones de los precios, tipos de interés y de cambio, si bien su utilización, ha venido proliferando también como instrumentos destinados a operaciones especulativas.



3.2.1. Operaciones swaps de divisas e interés

La palabra “swap” significa permuta, por ello estas operaciones que aparecen en 1980, consisten en un acuerdo entre dos partes para intercambiar flujos de pago en el tiempo. En realidad las operaciones swaps de divisas son un instrumento financiero que se encuentra “a caballo” entre los considerados de financiación y los destinados a cobertura de riesgos ya que aún cuando básicamente comenzaron a utilizarse para la obtención de financiación, también se utilizan como medio de cobertura y contra los riesgos de variación de los tipos de cambio y de interés. Según cual sea la naturaleza de dichos flujos de pagos, las operaciones swaps se clasifican:

- a) De divisas, en cuyo caso las partes se comprometen a intercambiar al principio de la operación cantidades determinadas de distinta moneda reembolsándolas en un plazo y según una regla determinada.

- b) De intereses, que supone acordar únicamente la permuta de los intereses que genera la deuda entre los dos prestatarios sin que en ningún momento, ni al principio ni al final de la operación, se produzca movimiento alguno de principal. Usualmente el tipo de interés se estipula de carácter distinto para cada uno de los prestatarios. Así uno de ellos, pagará un tipo de interés fijo recibiendo a cambio un tipo de interés variable o viceversa. También puede fijarse un tipo variable para ambos pero cada uno de los tipos estará referenciado a índices distintos.

El swap de interés puede ser utilizado como instrumento de cobertura contra el riesgo de variabilidad de los tipos de interés y para aprovechar las ventajas que pueda proporcionar el diferencial de interés entre los mercados.



- c) De divisas e interés, en este caso la operación comportará al mismo tiempo flujos de divisas y de intereses.

Estas operaciones swaps no tienen, aunque lo parezca, ningún parecido con las que durante años se han venido realizado en los mercados financieros internacionales y que esencialmente estaban destinadas a cubrir riesgos de cambios de las divisas. Entre estas operaciones y las actuales existen dos diferencias notables:

1. En los swaps tradicionales el acuerdo consistía en la venta de una moneda contra otra, a una fecha de liquidación fija y con el compromiso de invertir el sentido de la operación en una fecha futura.
2. Estas operaciones no incorporaban en ningún momento pago de intereses.

Más adelante, al analizar la evolución de estos instrumentos, quedarán más claros los detalles operativos de cada uno de ellos.

3.2.2. Contratos a plazo de divisas

Son los llamados “seguros de cambio” y consisten en un acuerdo mediante el cual se compromete entre las partes la compra-venta efectiva de dos divisas en un momento concreto del futuro y a un tipo de cambio fijado previamente. El tipo de cambio fijado en el momento del acuerdo, estará en función del cambio spot (precio de contado) de la divisa y del plazo de vencimiento de la operación.

3.2.3. Contratos a plazo de interés (FRAs)

Denominado también Forward Rate Agreement (FRA), en este tipo de acuerdo, el interés a pagar en la operación está en referencia a otro tipo de interés



del mercado financiero. Si al vencimiento, el tipo de referencia es inferior al tipo fijado, el llamado comprador pagará la diferencia al vendedor. En caso contrario, es decir, si el tipo de referencia es mayor, la diferencia la pagará el vendedor al comprador. El importe sobre cual se ha de aplicar la diferencia de tipos será el del depósito que previamente se haya estipulado, sin que ello suponga movimiento de principal alguno.

3.2.4. Opciones

Hasta 1970, sólo se negociaban opciones sobre valores de renta fija. En 1980 se amplió a los valores de renta variable y divisas. En la actualidad se pueden negociar incluso sobre tipos de interés e índices bursátiles.

Se trata de un acuerdo mediante el cual el comprador adquiere el derecho, pero nunca la obligación, de comprar o vender un instrumento financiero específico, bien en la fecha previamente acordada, opción europea, o antes del vencimiento, opción americana. Debe aclararse que si bien el comprador puede renunciar a ejercer el derecho adquirido con la opción, el vendedor estará siempre obligado a cumplir el acuerdo a requerimiento del comprador.

3.2.5. Contratos a plazo, negociados en mercados organizados

Los contratos a futuros tienen las mismas características que los contratos a plazo, es decir, se trata de acuerdos mediante el cual el precio y condiciones de la operación se fijan hoy para ser realizados en una fecha futura. La diferencia esencial entre ambas clases de contratos está en el mercado en el cual son negociados. Así los contratos a plazo, se negocian en un mercado simple o no organizado denominado (over the counter) mientras que los futuros se negocian en un mercado normalizado u organizado. La diferencia entre estos mercados está, en que mientras en el mercado no organizado (OTO) los términos del contrato se establecen libremente entre partes intervinientes y de acuerdo a sus



propias necesidades en el mercado de futuros las condiciones están determinadas por unas normas standard previamente establecidas.

A excepción de los contratos FRAs y las operaciones swaps que se negocian siempre en el mercado a plazo (Forward), así como los contratos a plazo sobre índices bursátiles que son privativos del mercado normalizado, todos los demás contratos sobre Bonos, tipos de interés, divisas u opciones, pueden ser negociados bien en el mercado a plazo simple o en el mercado normalizado.



CAPÍTULO IV

4. ANÁLISIS DE LAS DIFERENTES OPERACIONES A FUTURO

4.1. Introducción

El contrato a futuro es una operación mediante la cual las partes intervinientes se comprometen a vender o comprar un activo determinado, en una fecha futura predeterminada a un precio fijado.

El activo determinado, objeto del contrato, podrá ser una mercancía, un instrumento financiero, un medio de pago.

Estos contratos podrán ser formalizados en un mercado organizado cuyas condiciones y precios están establecidas por la sociedad rectora de dicho mercado o bien, en un mercado no organizado en cuyo caso las condiciones y precios se determinan mediante acuerdo bilateral por las partes.

En beneficio o pérdida de la operación viene determinado por la diferencia existente, al vencimiento del contrato, entre el precio que le fue fijado al activo o elemento comprometido a la formalización del contrato, y su valor vigente en el mercado a dicha fecha.

Una de las características particulares de estos contratos es que, a su vencimiento, es posible liquidarlos de dos formas:

- Mediante la entrega física del activo o elemento comprometido en la operación.



- Liquidando en efectivo el beneficio o pérdida devengado por el contrato a su vencimiento.

Esto permite que estos contratos puedan ser formalizados con dos finalidades distintas: la cobertura de riesgos o la simple obtención de un beneficio.

Así un usuario expuesto a un riesgo de pérdida derivado de una variación en los precios, los tipos de interés o de cambio, podrá formalizar un contrato sobre un activo subyacente para el cual exista correlación entre la variación de su precio de mercado y el del activo o elemento cubierto de tal forma que, si se cumplen las expectativas que motivaron la operación de cobertura, las pérdidas registradas por el activo o elemento cubierto se compensen con los beneficios obtenidos en el contrato de futuros.

Por el contrario, si la operación se formaliza sin que exista el riesgo de pérdida de un activo o elemento ya registrado o por registrar, los beneficios obtenidos en el contrato de futuros serán asimilables a lo que resultarían de una inversión financiera de carácter circulante realizada con una intención meramente especulativa.

4.2. Las Operaciones a Futuro como instrumentos de cobertura estratégica

4.2.1. El concepto de la volatilidad

Macko¹, define la cobertura como una técnica financiera que intenta reducir el riesgo de pérdida, debido a movimientos desfavorables de precios en materia de tipos de interés o de cambios, que consiste en tomar una posición a plazo que sea equivalente u opuesta a otra posición existente o anticipada sobre el mercado al contado.

¹ Macko: Les concepts fondamentaux d'une marché a terme d'instruments financiers. (La Revue Banque, Paris) N° 455-1985.



Así la toma de posición, con el fin de cubrir un riesgo, responde a unas expectativas de variación en los precios que se cotizan en un momento dado².

De esta definición se desprende que el proceso de cobertura está basado en determinar el diferencial, entre el precio P_n que tiene hoy en el mercado de contado, un determinado activo o pasivo, y el precio P_{n+1} , que se espera tendrá en un momento futuro. De tal forma que:

Si $P_{n+1} < P_n$

Definirá una pérdida para el activo (cartera de valores, activos en moneda extranjera, intereses a cobrar, etc.).

En el caso inverso para el cual

$P_{n+1} > P_n$

Supondrá una pérdida cuando se trate de un pasivo (pasivos en moneda extranjera, intereses a pagar, etc.).

La expectativa de que se produzca un diferencial de precios desfavorable, será la razón de formalizar un contrato a plazo mediante el cual será posible, fijar hoy el precio más favorable de venta o de compra realizando la operación en una fecha posterior prefijada, que permitirá cubrirse contra la variación de los precios o realizar un beneficio que compense las pérdidas.

² Los mercados de futuros financieros: pág. 134 (M. Borrel. A. Roa).



Evidentemente, estos contratos se podrán realizar por la existencia de dos expectativas contrapuestas en el mercado. Una será la que espera un alza de los tipos de interés, esto es, baja en el precio de los títulos de renta fija o de los contratos sobre tipos, o bien una caída de los precios, por ejemplo, menor valor de cotización de una moneda, en este caso negociará un contrato de venta. La otra, se situará en la posición contraria es decir, espera un movimiento inverso de los precios por lo cual negociará un contrato de compra.

Para aquél que realiza la venta de un contrato, estará realizando lo que se llama una cobertura corta (Short Hedger) mientras que el que realiza una compra realiza una cobertura larga (Long Hedger). Estas distintas posiciones adoptadas, según el caso por bajistas o alcistas, son las que crean el mercado a plazo. Cuando hay abundancia de vendedores y compradores se dice que el mercado es bastante líquido.

Ahora bien, no cabe duda de que el beneficio que espera obtenerse por la utilización de un contrato a plazo, dependerá de que se cumplan o no las expectativas del usuario del instrumento.

Es decir, para el usuario que vende un contrato en el momento a un precio P_n , el beneficio se materializará si al vencimiento, esto es, en el momento $n+1$ subsiguiente, en el mercado de contado se cumple la expectativa de que el precio del objeto del contrato P_{n+1} es menor que P_n , esto es:

$$P_{n+1} < P_n$$

Esto supondrá que venderá y podrá recomprar a un precio inferior viniendo el beneficio determinado por:

$$\text{Beneficio} = P_n - P_{n+1}$$



En caso contrario, es decirse $P_{n+1} > P_n$ el beneficio sería para el comprador, para el cual se habría cumplido la expectativa que dio origen a aceptar el contrato de que:

$$P_{n+1} \text{ sería } > P_n$$

Por tanto, la estrategia en la utilización de los contratos a plazo se basa en:

1. Se cuantifica el riesgo de pérdida; por ejemplo, en el caso de un activo, para estimar dicha pérdida será necesario establecer la diferencia entre el precio hoy P_n (precio spot o de contado) en el mercado del activo y el precio futuro P_{n+1} (precio aplazado o forward) que este tendrá en el mercado de contado en una fecha futura prefijada, digamos a los 90 días. Si las expectativas son de $P_{n+1} < P_n$ existe un riesgo de pérdida:

$$\text{Pérdida estimada} = P_n - P_{n+1}$$

2. Para cubrir esta pérdida, como el precio del activo tiende a bajar, como ya hemos explicado, procederá formalizar un contrato de venta sobre dicho activo. El precio de dicho contrato para entrega del objeto a los 90 días, se cotiza a un precio, digamos C_n . Es decir lo venderemos hoy a C_n . Si el activo, dentro de 90 días se cotiza a un precio C_{n+1} , es evidente que podemos comprar a C_{n+1} y entregarlo a nuestro comprador por C_n obteniendo un beneficio de:

$$\text{Beneficio} = C_n - C_{n+1}$$



Que será el beneficio obtenido por cada contrato realizado.

3. Una vez calculada la pérdida estimada y el beneficio obtenible por cada contrato que se realice será necesario fijar cuantos contratos será necesario realizar para cubrir la totalidad del riesgo, es decir:

$$\text{Pérdida} = \text{n}^\circ \text{ contratos} \times \text{beneficio por contrato}$$

De donde:

$$\text{n}^\circ \text{ de contratos} = \frac{\text{Pérdida}}{\text{B}^\circ \text{ por contrato}}$$

4.2.2. Contratos sobre tipos de interés

Para cubrirse contra los resultados adversos que pueden conllevar una evolución desfavorable de los tipos de interés, se utiliza como instrumento de cobertura la compra o venta de un contrato sobre tipos de interés.

4.2.3. Contratos FRAs

Los contratos FRA³ (Forward Rate Agreement) es igualmente un contrato a plazo mediante el cual las dos partes intervinientes tratan de cubrirse contra una evolución desfavorable de los tipos de interés. El contrato consiste en que las dos partes contratantes se ponen de acuerdo acerca del tipo de interés que rinde un depósito teórico, a un plazo determinado en una fecha futura. El tipo de interés acordado está referenciado a un tipo de interés generalmente utilizado para las operaciones financieras del mercado como puede ser por ejemplo el tipo interbancario, LIBOR, MIBOR, etc. según el país en cuestión.

³ Nuevos productos financieros: Revista del Instituto de Estudios Económicos



4.2.4. Contratos sobre índices bursátiles

Una cobertura importante es la que se realiza contra el riesgo de reducción en el valor de una cartera de títulos de renta variable. Es importante por las continuas oscilaciones a las que se ven sometidas las cotizaciones de los títulos de estas características⁴.

Las Bolsas más importantes del mundo tienen su propio índice para poder formalizar contratos en el mercado de futuros. Así tenemos entre los más importantes:

ESTADOS UNIDOS	S&P 500
JAPÓN	Nikei 225
FRANCIA	CAC 40
INGLATERRA	FTSE 100
ALEMANIA	DAX
BRASIL	Ibovespa

Para realizar la cobertura procederíamos de la siguiente manera. Supongamos una empresa que mantiene una cartera compuesta por diferentes clases de títulos:

⁴ Operativa sobre opciones y futuros del IBEX 35 por R. Cancio y Pablo Fernández



Nominal	Índice de cotización actual	Valor de la inversión	Índice de cotización ponderado
A 10.000.000	220	22.000.000	-
B 5.000.000	110	5.500.000	-
C 2.000.000	106	2.120.000	-
17.000.000	-	29.620.000	174,24

Se espera una caída en las cotizaciones fijando la volatilidad para los próximos 90 días para cada título en los siguientes valores:

Volatilidad	Índice cotización estimado	Valor de la inversión estimado	Índice ponderado estimado
A 8%	202	20.200.000	-
B 10%	99	4.950.000	-
C 12%	93,2	1.865.600	-
		27.015.600	158,92



4.2.5. Contratos sobre divisas

En cuanto a la cobertura de los riesgos derivados de una fluctuación en los tipos de cambio, nos podemos encontrar con⁵:

- Que la necesidad de cobertura esté motivada por la conversión de un activo o pasivo circulante denominado en moneda extranjera.

En este caso, y para aquellas empresas que mantengan en su Balance operaciones de activo y pasivo en moneda extranjera, será necesario que antes de decidir la operación de cobertura, cuantifique la pérdida global que le supone la fluctuación del cambio ya que la pérdida derivada de una reducción del activo puede verse compensada con un beneficio por la operación de pasivo.

Esta compensación dependerá de los saldos existentes en moneda extranjera en un momento determinado y de los cambios que fueron aplicados a las operaciones al registrarlas.

⁵ Basado en las notas en EBI de Enrique Vidal Ribas.



CAPÍTULO V

5. MERCADOS DE CONTRATOS DE FUTUROS; EL MERCADO SIMPLE Y EL NORMALIZADO

5.1. Introducción

Cuando hoy se habla de contratos a plazo o de futuros parece como si únicamente existiera un mercado a plazo en el cual se negocian instrumentos financieros. Se olvida la existencia de un mercado a plazo en el cual el objeto de los contratos consiste en productos físicos, tanto agrícolas como industriales y que es el precursor tan utilizado en nuestros días para formalizar contratos sobre instrumentos financieros.

Ahora bien, ¿cuál es la razón de la aparición de estos mercados a plazo y su evolución hasta llegar al mercado actual de futuros?

En los mercados a plazo se negocian contratos en los cuales el precio del objeto se fija hoy pero comprometiendo la entrega del objeto para un futuro predeterminado. Así estos contratos permiten que, aquél que tiene un excedente en activos pueda asegurar su venta, obtener liquidez y además cubrirse ante una posible baja de los precios de dicho activo. Por su parte, la contrapartida del contrato, será aquella que, disponiendo de un excedente monetario, lo utilizará bien comprando ante la expectativa de una subida de los precios en los activos a adquirir en un futuro o bien prestará dicho excedente. En cualquier caso rentabilizará su disposición de fondos ya que, de no ser así, no formalizaría el contrato como comprador.



Esta es la esencia del contrato a plazo en todas sus manifestaciones. El que vende lo hace porque estima que el precio de sus activos bajará en el futuro y trata por tanto de evitar pérdidas y el que compra lo hace porque estima que el precio de los activos a adquirir subirán en el futuro o con lo cual tienen la posibilidad de obtener beneficio futuro.

Por tanto, está claro que, en su origen el contrato a plazo nace por dos circunstancias:

1. Para utilizarlo como un instrumento de cobertura por parte del vendedor y por un ánimo de especulación por parte del comprador.
2. Dar liquidez al mercado anticipando la realización de activos movilizandolos excedentes monetarios.

Por otra parte, los contratos a plazo son una consecuencia lógica en la evolución de las transacciones económicas. En un principio las transacciones comerciales se basaban en la realización del trueque que, en definitiva, era un intercambio de excedentes. Este tipo de transacciones planteaba en ocasiones el problema de que una de las partes no estuviera interesada en aceptar los excedentes ofrecidos por la otra con lo cual difícilmente podría realizarse ningún tipo de intercambio.

Para solucionar estas limitaciones aparece el dinero o medio de pago de general aceptación que vendrá a sustituir a aquellos excedentes no aceptables. Así una de las partes entregará un excedente recibiendo a cambio otro bien, el dinero, por una cantidad equivalente que será en definitiva el precio del bien recibido.

Este dinero, al ser un bien aceptado por todos como medio de pago, será mantenido por su poseedor como una reserva de valor con el fin de canjearlo por



un bien determinado que le sea necesario eligiendo, para realizar la transacción el momento que le resulte más conveniente.

Evidentemente ese momento más favorable va a depender de los precios del bien deseado el cual, a su vez, estará en función de las cantidades disponibles de dicho bien en el mercado y de la demanda existente sobre el mismo. Este intervalo de tiempo que se produce, entre el momento en que un vendedor recibe el dinero y el de su aplicación a una adquisición, va a provocar que, durante un cierto período de tiempo se produzca el excedente de un activo. Un excedente que expondrá a riesgos de pérdidas a sus poseedores ya que es evidente que cuando un bien permanece largo tiempo en el activo aumentan los riesgos por obsolescencia, caída de los precios, costos de oportunidad o gastos de financiación.

El contrato a plazo viene a remediar en parte esta situación ya que, el poseedor de un activo con expectativas de una baja en su precio, tratará de vender hoy a un precio determinado, aun cuando la entrega física la realice más adelante, anticipándose a una situación futura del mercado en la cual espera que mañana el precio del activo sea inferior al de hoy. Por su parte el comprador, que esperaba un aumento más favorable para comprar, ante una expectativa de que los precios subirán adelantará su compra con el fin de asegurarse un aprovisionamiento futuro en mejores condiciones de precio.

En resumen, los contratos a plazo tuvieron su origen debido a las siguientes circunstancias:

- Por situaciones de excedentes o recursos ociosos. Al menos por parte de uno de los participantes en el contrato.
- Por expectativas de pérdidas para el vendedor y la posibilidad de obtener un beneficio par el comprador.



- Por la existencia de expectativas contrapuestas, entre comprador y vendedor, en cuanto a la evolución futura de los precios.

Para apoyar esta opinión interesa llamar la atención sobre el hecho de que los primeros contratos a plazo, cuyo objeto era productos físicos y de los cuales se tienen noticia, se realizaron en el Japón en el siglo XVII siendo el trigo el objeto de los contratos. La finalidad de estos contratos era proporcionar liquidez a los propietarios de las plantaciones sin disponer aun de los stocks.

En Occidente el primer contrato data de 1865 siendo igualmente el trigo su objeto pero, tuvo tanta aceptación que rápidamente el objeto de los contratos se diversificó hacia otros productos. Esto llevó a la creación de la Chicago Board of Trade.

Hasta 1972 no se realizaron los primeros contratos a plazo con productos financieros por la International Monetary Market (IMM) de Chicago siendo en este caso siete divisas las que se utilizaron como objetos de los contratos. Estos contratos forward sobre divisas (seguros de cambio) era una necesidad impuesta por las circunstancias para aquellos que, negociando con monedas extranjeras, estaban expuestos a que sus stocks en divisas sufrieran las pérdidas derivadas de las constantes fluctuaciones en los cambios desatadas por la crisis monetaria y financiera de los años 70⁶.

A las puertas de la década de los ochenta comienza la evolución de los mercados financieros. El proceso de instrumentalización va a desarrollar el volumen de las carteras de instrumentos de financiación, por otra parte, fuertemente expuestas a riesgos de pérdidas en su valor liquidativo como consecuencia de la variabilidad de los tipos de interés.

⁶ Los mercados de futuros financieros. Pág. 19.



Se desarrollan así unos nuevos activos realizables y sujetos a variación de sus precios; estos activos se incorporarán rápidamente como objeto de los contratos a plazo. Son los contratos sobre Bonos el primero de los cuales lo realizó la CBOT en 1977. Como quiera existían una gran diversidad de clases de Bonos en cuanto a sus características, valor nominal, tipo de interés, plazo de amortización etc., con el fin de facilitar la negociación de esta clase de contratos, se crea la figura del Bono Nocial que es un activo subyacente que tiene unas características definidas en cuanto a su valor nominal, tipo de interés y vencimiento.

Este Bono Nacional, es el que se utiliza como objeto del contrato a plazo sobre bonos, y en el caso de que llegado el vencimiento hubiera que entregar físicamente un Bono, dicho bono Nacional se sustituiría por uno Bono equivalente existente en el mercado. Es el llamado Bono Entregable cuyos rendimientos serán equivalentes a los del Bono Nocial negociado y que deberá encontrarse incluido en la lista de títulos aceptables previamente establecida por el mercado.

Así hasta comienzos de los ochenta, los contratos a plazo, cuyo objeto son instrumentos financieros, incorporan aún las mismas motivaciones y características que inspiraron el origen de los contratos a plazo, como son básicamente:

- El objeto del contrato sea un activo físicamente transmisible.
- Dicho activo esté expuesto a un riesgo de pérdida.
- Existan expectativas contrapuestas en relación con la evolución de los precios de estos activos por parte del vendedor y comprador.

Ahora bien, de igual manera que la variabilidad de los tipos de interés puede provocar pérdidas al tenedor de una cartera de renta fija, esta misma variabilidad de los tipos puede provocar también pérdidas a prestamistas y prestatarios. Siendo así, ¿por qué no arbitrar un contrato que permita cubrirse a



los tomadores y proveedores de fondos de las pérdidas que están asociadas a los cambios de los tipos de interés? Bajo este concepto aparecen los contratos sobre tipos de interés al que después seguirían siendo la misma filosofía los contratos sobre índices bursátiles.

A partir de aquí, es evidente que los contratos a plazo pierden una de sus características esenciales, como es la transmisión del activo objeto del contrato, tal como se vio al analizar los contratos de cobertura sobre tipos e índices bursátiles, el contrato no se soporta sobre un activo a transmitir sino sobre la variabilidad de los tipos, que se aplica sobre un monto nocional, o sobre la evolución del índice que está aplicado igualmente a un activo subyacente.

Prácticamente hasta 1975, los contratos a plazo se formalizaban mediante acuerdos bilaterales entre las partes, ajustando las condiciones a las necesidades particulares de cada uno de ellos por lo que podían considerarse contratos a medida. Este es el llamado MERCADO SIMPLE u Over The Counter (O.T.C.), para el cual no existen normas específicas que lo regulen, rigiéndose únicamente por las condiciones pactadas entre las partes, una de las cuales generalmente es una entidad financiera.

Como quiera que este mercado simple O.T.C., adolece de una serie de deficiencias, entre las que se encuentran:

- El riesgo de incumplimiento por una de las partes ante una evolución desfavorable, para ella, de los términos del contrato.
- La imposibilidad de poder realizar el contrato antes de su vencimiento.
- La necesidad de efectuar la entrega física del objeto del contrato.

Fue necesaria la creación de un mercado normalizado, al cual se le conoce también como **MERCADO DE FUTUROS**.



La regulación de este mercado normalizado le fue confiada en 1975 a la COMODITY FUTURES TRADING COMPANY COMISSION en EE.UU., produciéndose a partir de entonces una continua expansión de mercados de futuros por todo el mundo. Así, tenemos:

- El American Stock Echange en EE.UU.
- London Internacional Financial Futures en Londres.
- Tokyo Stock Echange en Tokyo.
- Hong Kong Futures Echange en Hong Kong.
- Marché a Terme des Instruments Financiers en París.
- Mercado de Futuros Financieros en Barcelona.

5.2. Diferencias entre mercado simple y normalizado

Salvo los contratos de permuta financiera y los FRA que se negocian en el mercado simple o los contratos sobre índices bursátiles, que son privativos del mercado de futuros, los demás contratos a plazo sobre Bonos, tipos de interés, divisas u opciones, pueden negociarse indistintamente en el mercado a plazo simple O.T.C. ó en el de futuros. Ahora bien, dadas las especiales características de cada uno de ellos, como veremos más adelante, la elección de negociar un contrato en uno u otro mercado, va a depender de la operación subyacente ya que, dependiendo de dicha operación, conllevará ventajas o inconvenientes.

Como ya hemos indicado el mercado a plazo simple O.T.C. se caracteriza fundamentalmente porque las condiciones en las cuales se establecen los contratos no se ajustan a unas normas standard, por ello se le llama también mercado No Organizado, por tanto, las condiciones en cuanto a precio, vencimiento y realización, se establecen libremente por los intervinientes. Esta sistemática de contratación, si bien puede representar grandes ventajas, también puede conllevar sus inconvenientes.



El primero es que para realizar el contrato habrá que esperar necesariamente a su vencimiento, ya que al estar establecido el contrato en unas condiciones particulares, será difícil encontrar a un tercero que esté dispuesto a subrogarse, porque las condiciones en las cuales fue establecido, no se ajustarán probablemente a sus necesidades. Es por tanto casi imposible la existencia de un mercado secundario para estos tipos de contratos, por lo cual la aparición en el mercado de una circunstancia contraria a las expectativas de uno de los contratantes que pueda suponer para él una pérdida o la realización de un beneficio, esa imposibilidad de poder realizar el contrato antes del vencimiento, le impedirá evitar la pérdida u obtener la ganancia, debiendo inevitablemente realizar el contrato en las condiciones previamente pactadas.

El segundo es que, en el mercado No organizado los contratos negociados, exigen generalmente la entrega física del objeto del contrato. Esta condición queda a elección del vendedor del contrato y conlleva que, si el objeto del contrato es un activo subyacente, como es el caso típico del Bono Nacional, el vendedor deberá acudir al mercado para adquirir un título equivalente. Por el contrario, en el mercado de futuros si bien el comprador puede exigir que se realice la entrega, no suele ser lo usual liquidándose el contrato por diferencia.

El tercer aspecto negativo del mercado simple o No organizado respecto al de futuros, es el del factor riesgo. Es el riesgo que se deriva de la posibilidad de incumplimiento de los términos del contrato, por una de las partes intervinientes como consecuencia, de una insolvencia o bien porque, debido a la evolución del mercado, la realización del contrato le resulte en condiciones desfavorables. Para evitar estos riesgos los participantes en un contrato a plazo suelen exigir habitualmente determinadas garantías o depósitos.

Estos inconvenientes, unido al incremento en el precio de los instrumentos negociados como consecuencia del aumento de los costos financieros derivados



del aumento en el volumen de los contratos a financiar llevó, como ya hemos indicado a la necesidad de crear el Mercado Normalizado.

5.3. Características del mercado normalizado

A diferencia del mercado simple, en el mercado de futuros, los contratos negociados se rigen por unas normas estandarizadas, los precios de los productos vienen determinados por el mercado y además se garantiza el buen fin de los contratos. Los mercados de futuros es una organización que se apoya fundamentalmente en una Asociación de Miembros (Bolsa) cuya función es:

- Definir los términos estandarizados de los contratos.
- Fijar los límites de fluctuación de los precios y determinar los márgenes iniciales para cada contrato.
- Elaborar las reglas del mercado que serán de aplicación para todos los miembros asegurando así la existencia de un mercado competitivo.
- Establecer una Cámara de Compensación cuya misión será:
 - a) Realizar una función de comprador para el vendedor y de vendedor para el comprador.
 - b) Garantizar el buen fin y seguridad financiera de contratos.
 - c) Efectuar la liquidación de los movimientos de títulos y fondos resultantes de las distintas negociaciones cargando y abonando tales movimientos en la cuenta de los Miembros.



5.3.1. Elementos intervinientes en el mercado de futuros y liquidación de las operaciones

En el mercado simple o no organizado el contrato y sus condiciones se negocian directamente entre las partes y se confirma mediante la firma de un contrato de adhesión entre la entidad financiera y su cliente.

En el mercado a plazo normalizado o de futuros, el sistema de funcionamiento así como las partes intervinientes son muy distintas, tanto desde el inicio de la operación como hasta su liquidación. Los intervinientes en estos contratos son:

- 1. El Cliente**, el cual por moverse en un mercado secundario, nunca entrará en contacto con la otra parte del contrato.

El Cliente pasa su orden de transacción a su intermediario financiero. Dicha orden contendrá:

- a)** El sentido de la operación (compra o venta)
- b)** El tipo de contrato sobre el que se realiza la operación
- c)** Número de contratos a realizar
- d)** Miembro que la efectúa y liquida
- e)** Precio de oferta-demanda o casación
- f)** Tipo de orden (Market order) que pueden ser:
 - Orden Limitada: El operador fija un precio máximo de compra o un precio mínimo de venta, así como el volumen a negociar. La



orden es almacenada y queda pendiente hasta su total ejecución o anulación.

- Orden limitada inmediata: Se fija igualmente precio máximo de compra o mínimo de venta y el volumen a negociar, pero la orden se cancela automáticamente por la cuantía que no haya sido ejecutada.
- Orden por lo mejor: El operador fija únicamente el volumen a negociar. La orden se ejecutará contra la mejor contrapartida existente y por todo el volumen fijado si es posible.
- Orden stop: El operador fija el volumen a negociar, así como un precio de disparo. La orden queda almacenada hasta que sea anulada o hasta que el precio de la última operación del mercado alcance o supere (en caso de venta) el precio de disparo. En caso de compra si el precio mercado es igual o inferior. En ambos casos, el sistema libera automáticamente una orden por lo mejor.
- Orden stop limitada: El operador fija el volumen a negociar y precio de disparo. Asimismo, fija el precio al que será emitida una orden limitada cuando el precio de mercado alcance/supere o iguale/sea inferior (según el caso) al precio de disparo.
- Orden Todo o Nada: Esta orden es idéntica a la Limitada pero con la exigencia de que se ejecute la totalidad del volumen o ninguno.



- Orden ataque: Esta orden es similar a la Limitada Inmediata pero el precio no es fijado por el operador sino que es el mejor precio de la contrapartida en compra o en venta existentes en ese momento en la pantalla del operador.
- Orden market maker: El operador lanza al sistema dos Ordenes Limitadas, una en compra y otra en venta, con diferentes precios y volúmenes sobre el mismo vencimiento de un contrato.
- Orden Straddle: Con esta orden el operador lanza al sistema dos órdenes Limitadas Inmediatas, una en compra y otra en venta, sobre dos contratos diferentes o sobre dos vencimientos diferentes del mismo contrato. El volumen a negociar, es el mismo en cada orden. Cuando el sistema las ejecuta lo hace conjuntamente y por el mismo volumen. El volumen restante es inmediatamente cancelado.

2. Los **Miembros**, que pueden actuar de distintas formas en el mercado.

Participan en el mercado gestionando las órdenes recibidas. Puede ser de dos tipos atendiendo a sus objetivos y funciones:

- a) Floors Brokers: que actúan en el mercado gestionando órdenes tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros.
- b) Locals: los cuales actúan únicamente por cuenta propia y son en realidad los que hacen mercado, ya que, al no conocer los precios de oferta del mercado, estos Locals se dejan arrastrar por sus predicciones que no siempre se cumplen. Esto les obliga a pasar continuamente de mantener una posición corta, consistente en la venta de contratos, a una posición larga que significa compra de



contratos por lo cual están continuamente, por uno u otro motivo, actuando sobre el mercado proporcionándole liquidez.

Entre los Locals tenemos los Scalpers que siempre realizan operaciones de compraventa aprovechando los movimientos a corto en el mercado, comprando cuando los precios están ligeramente por debajo del precio de compra anterior o vendiendo cuando el precio se sitúa por encima del último precio de venta, con ello tratan de obtener pequeños beneficios.

Otro tipo de Locals son los Positions Traders, los cuales sólo se preocupan de las fluctuaciones de los precios a largo plazo conservando sus posiciones al respecto durante días y a veces durante meses. El mantener las posiciones abiertas, es decir, sin liquidar los contratos, contribuye a dar mayor liquidez al mercado.

De todo ello se desprende que, los Miembros que actúan sólo por cuenta propia son los creadores del mercado y los que le dan liquidez con su actuación.

Los Miembros realizan la gestión propiamente dicha pasando, las órdenes propias o las recibidas, a los operadores que las transmitirán a las pantallas electrónicas. Sobre este particular, hay que señalar que, en los mercados de futuros, no es posible efectuar aplicaciones esto es, no se puede cruzar una orden de compra y otra de venta al mismo precio. Está reglamentado que la operación debe tener lugar en el mercado con el fin de asegurar que la operación se cierra al mejor precio del mercado en un momento determinado.

3. La **Cámara** de compensación, que se sitúa entre los dos contratantes actuando de vendedor para el comprador y de comprador para el vendedor.



La Cámara de Compensación (Operativa), se encarga de efectuar la casación o mismatching de cada contrato. Es decir, comprará al vendedor y venderá al comprador, asumiendo todas las obligaciones financieras de la contrapartida.

Para asegurar el cumplimiento de las obligaciones, la Cámara exige a los Miembros liquidadores un depósito inicial para permitirles operar en el mercado. Se constituye así un Fondo de Garantía con el cual responder en caso de cumplimiento.

Además, por cada operación realizada el Miembro deberá efectuar un nuevo depósito. La cuantía de dicho depósito dependerá del número de contratos a realizar. Con cargo a estos depósitos se liquidarán diariamente, al final de cada sesión, las posiciones abiertas del cliente. Por esto, se fija un nivel mínimo que deben mantener dichos depósitos, por debajo del cual el Miembro deberá reponer fondos con el fin de alcanzar nuevamente el nivel mínimo exigido.

El nivel de los depósitos se establece teniendo en cuenta:

- La cantidad mínima para garantizar las posiciones abiertas (contratos sin liquidar) al cierre diario.
- La volatilidad de los precios de los contratos negociados.
- La posición que mantenga en el mercado la operación. Es decir, que corresponda a una operación de cobertura o especulación.

La operación general de la Cámara es la siguiente:⁷

⁷ Los mercados de futuros financieros (M, Borrell y A. Roa)



Diariamente se realiza por la Cámara de Compensación la correspondiente Liquidación de Pérdidas y Ganancias para cada una de las cuentas de acuerdo con la normativa siguiente:

Se toman el número de posiciones abiertas a lo largo del día en cuestión para cada cuenta. Sean **N** posiciones.

Se toma el precio pactado en el contrato. Sea **Pc**.

Se toma el precio de cierre del día para este tipo de contrato. Sea **P**. Este Precio **P** vendrá determinado por la media ponderada, por sus correspondientes volúmenes de negociación, de los doce últimos precios a los que se hubieran realizado las operaciones.

La Pérdida o Ganancia, por las posiciones abiertas en el día, estará determinada por:

$$PyG = Na (P - Pc)$$

Si **PyG** es negativo, supondrá un beneficio para el vendedor al resultar:

$$P < Pc \text{ (precio venta menor que precio cierre)}$$

Por el contrario, si **PyG** es positivo:

$$Pc > P \text{ (precio cierre mayor que precio venta)}$$

supondrá un beneficio para el comprador.

En el caso de que existan posiciones abiertas de sesiones precedentes, se efectuaría la correspondiente liquidación de la siguiente manera:

Siendo:



$\mathbf{Na_1}$ = número de posiciones abiertas de sesiones anteriores

\mathbf{P} = precio de venta del día

$\mathbf{P_1}$ = precio de venta de la sesión precedente

$$\mathbf{PyG_1 = Na_1 (P - P_1)}$$

La liquidación total al cierre L_t sería por tanto:

$$\mathbf{L_t = PyG + PyG_1}$$

Estas ganancias podrán ser retiradas por el Miembro liquidador pero, en caso de pérdidas, éstas serán cargadas a la cuenta de depósitos (no al Fondo de Garantía). Si con ello se viera reducido el nivel del depósito, el Miembro deberá aportar, inmediatamente, los fondos necesarios para que el nivel del depósito alcance el mínimo exigido.

5.4. OPCIONES⁸

5.4.1. Introducción

Ya se vio al analizar los contratos a plazo, la ventaja que supone la utilización de dichos instrumentos como cobertura contra las pérdidas derivadas de una variación en los precios, los tipos de interés o los cambios. Sin embargo, estos contratos a plazo tienen un inconveniente y es la obligatoriedad de cumplirlos, lo que puede suponer que el contrato se realice en condiciones desfavorables para una de las partes en unos casos y, en otros, su realización suponga pérdidas ilimitadas de oportunidad.

⁸ Opciones en instrumentos financieros. Francisco S. Valero López. El mercado de opciones. Instituto O.M.



Este sería el caso, por ejemplo, de una divisa cuyo precio actual fuera de 100 €, y ante la expectativa de una caída en su valor, se formalizara un contrato de venta a 90 días a un precio de 109 €. Si llegado el vencimiento su precio de mercado fuera de 108 €, el vendedor habrá conseguido cubrirse contra la caída esperada a costa de una pérdida real para el comprador. Ahora bien, si por el contrario al vencimiento, el precio de la moneda fuera de 109,5 €, el vendedor habrá estado cubierto contra una evolución desfavorable para el del precio, pero habrá perdido la posibilidad de realizar el beneficio de 0,5 €. por unidad de divisa.

Este inconveniente se elimina con la utilización de una Opción; mediante la adquisición de una opción el comprador (Holder) adquiere el derecho, pero no la obligación, para comprar o vender un activo determinado, a un precio prefijado (Precio de Ejercicio), al vendedor o emisor de la opción (Writer) que, a cambio de una prima (Precio de la Opción), está obligado a cumplir con los términos de la opción si el comprador se lo requiere dentro del período de vigencia de la opción.

De esta forma el comprador de una opción estará protegido contra movimientos adversos de los precios, pero en el caso de que los precios evolucionen favorablemente para él, podrá aprovecharse de los beneficios que le ofrece el mercado mediante su renuncia a ejercitar la opción, soportando en este caso, como coste de la renuncia, el importe de la prima pagada.

De esta definición se desprende que la utilización de las opciones sitúa en distinta posición de riesgo al comprador y al emisor.

Para el comprador supone:

- a)** Si la evolución del precio en el mercado del activo objeto de la opción, es desfavorable para él, por ejemplo, supongamos una subida de precios en el caso de una compra o de una bajada, en caso de venta, ejercerá la opción y se habrá cubierto contra las pérdidas que pueden derivarse de dicha evolución desfavorable del precio.



- b)** Si la evolución del precio de mercado es más favorable para él, por ejemplo, una bajada de precios en caso de compra o una subida en caso de venta, no ejercerá la opción y se aprovechará los posibles beneficios que le reporte el acudir al mercado.

El vendedor o emisor de la opción, por el contrario:

- a)** Obtendrá, en cualquier caso, un beneficio limitado, que será el importe de la prima cobrada.
- b)** Sin embargo, si el comprador ejercita la opción, el vendedor queda expuesto a pérdidas ilimitadas ya que se verá obligado a cumplir con los términos de la opción en condiciones desfavorables para él, ya que tendrá que comprar a un precio superior al del mercado o vender a precio más bajo.

En resumen, la opción es un instrumento de cobertura cuya flexibilidad puede concretarse en tres puntos:

- 1)** Permite al comprador ejercitar su derecho durante el período de vida de opción.
- 2)** La opción será ejercitada únicamente si ello le produce algún beneficio a su tenedor. Así, si el precio de mercado del activo, es más favorable que el precio de ejercicio de la opción, el tenedor no ejercerá su derecho y acudirá libremente al mercado para realizar la transacción.
- 3)** En el caso de que la situación o expectativas del tenedor cambien respecto al momento en el cual adquirió la opción, el tenedor podrá acudir al mercado y realizar la venta de la opción, bien por su importe total o parcial



como sería el caso de una opción sobre una cantidad determinada de divisas.

5.4.2. Clases de opciones

Hay dos tipos básicos de opciones:

- 1) Opciones de compra (Call Option).** La adquisición de este tipo de opciones da el derecho al comprador, pero no la obligación, a cambio del pago de una prima, adquirir en un momento futuro, un determinado activo a un precio prefijado Precio de ejercicio de la Opción (Strike Price). Frente a esta posición está la del vendedor o emisor de la opción de compra que si estará obligado a vender en el caso de que el comprador decida ejercitar la opción.
- 2) Opciones de Venta (Put Option).** Bajo las mismas condiciones que en las Call, las opciones de venta lo que dan a su comprador es el derecho a vender frente a la posición del vendedor o emisor que estará obligado a comprar.

Así pues, las decisiones alternativas básicas que se presentan para una empresa que quiere actuar en el mercado de opciones serán:

COMO COMPRADOR	COMO VENDEDOR O EMISOR
Compra de una CALL (Long Call)	Venta de una CALL (Short Call)
Compra de una PUT (Long Put)	Venta de una PUT (Short Put)

Al igual que los contratos a plazo, las opciones pueden referirse a la compra o venta de contratos sobre:



- a) Títulos de renta variable (Individual stocks options)
- b) Indices bursátiles (Stocks index options)
- c) Títulos de renta fija (Interest rate options)
- d) Tipos de interés
- e) Monedas extranjeras (currency options)

Estas opciones pueden ser negociadas tanto en un mercado simple o no organizado (Over the counter O.T.C.) como en mercados normalizados u organizados cuyas características ya fueron explicadas cuando nos referíamos a los contratos a plazo.

En cuanto al momento en el cual la opción puede ser ejercitada, podemos distinguir dos tipos:

- a) **Opción Americana** que puede ser ejercitada, es decir, se puede exigir su cumplimiento por parte del tenedor, en cualquier día hábil comprendido entre la fecha de contratación y la fecha de vencimiento.
- b) **Opción Europea** que únicamente puede ser ejercitada en la fecha de su vencimiento.

En general, la mayoría de las opciones negociadas lo son en condiciones del tipo americano lo que le permite al tenedor aprovechar las condiciones favorables que puedan presentársele en el mercado en cualquier momento de la vigencia de la opción.



5.4.3. Precio de las opciones⁹

Cuando nos referimos a las opciones se barajan dos importantes conceptos que conviene no confundir y que son:

- **Precio de ejercicio de la opción**

Es el importe elegido por el comprador al cual podrá ejercitar la opción; si se trata de una CALL (Opción de compra), será el importe a pagar el vendedor de la opción siempre que el tenedor de la opción decida ejercitarla. En el caso de una PUT (Opción de venta) será el importe a percibir del vendedor si la opción es ejercitada.

Es importante considerar que es un precio de libre elección por el comprador y su fijación dependerá de sus expectativas respecto a la evolución en el mercado del precio del activo objeto de la opción.

Dependiendo de donde se sitúe este precio de ejercicio con relación al precio vigente en el mercado tendremos diferentes precios de ejercicio:

- **At the money:** Cuando el precio de ejercicio sea igual al precio de mercado, bien sea el de contado (spot) o el de a plazo (forward).
- **In the money:** Cuando el precio de ejercicio fijado sea más favorable para el contratante que el vigente. Esto significa que el comprador de la opción podrá comprar a un precio inferior al existente en el mercado en ese momento o vender a un precio superior, lo cual le supone la posibilidad de obtener un beneficio si ejercitara la opción inmediatamente después de adquirirla. Este diferencial es lo que se denomina Valor Intrínseco de la opción, término sobre el que volveremos más adelante.

⁹ Apuntes EBI sobre opciones.



- **Out the money:** Cuando el precio de ejercicio fijado es menos favorable que el vigente en el mercado. Esto supondrá una menor posibilidad de beneficio para el comprador ya que estará comprando a un precio superior al del mercado en ese momento o vendiendo a un precio inferior. Por ello en estos casos el importe de la prima a pagar será menor.

Así por ejemplo, tomando el dólar como divisa cuyo tipo de cambio vigente fuera de 1 \$ = 130 €, los distintos precios de ejercicio que podrían establecerse son:

Para una CALL (Opción de compra)	Precio de ejercicio	Para un PUT
Out the money	135 €.	In the money
At the money	110 €.	At the money
In the money	125 €.	Out the money

- **Precio de la opción**

El precio de la opción viene determinado por el importe de la prima a pagar; el importe de la prima se paga siempre al vendedor en el momento de formalizar la opción con independencia de que esta sea únicamente se satisfará si la opción es ejercida. Podemos decir que la prima es la cantidad que se satisface por obtener el derecho a comprar o vender a un precio prefijado que es el precio de ejercicio. Dicho de otra manera la prima puede asimilarse al pago de un seguro mediante el cual, el comprador se asegura un precio de compra, si se trata de una opción CALL, o de venta si es una



PUT, cubriéndose contra la pérdida que pueda derivarse de una evolución desfavorable para él de dichos precios.

El precio de dicha prima se corresponde con el valor actual de la diferencia esperada entre, el precio de ejercicio al cual la opción puede ser ejercitada y, el precio estimado del activo objeto de la opción en un momento subsiguiente.

El razonamiento de justifica el pago de esta prima puede ser el siguiente:

Considerado a lo largo del tiempo, un activo tendrá tres precios diferentes:¹⁰

1. Su precio vigente en un momento t_1 (precio spot o de contado) que se formará por las fuerzas del mercado en ese momento.
2. Su precio futuro esperado en otro momento posterior t_2 (precio a plazo o forward) cuya estimación responde a cálculos estadísticos en función a datos históricos observados.
3. El precio de mercado que finalmente tendrá el activo en ese momento futuro t_2 considerado y que vendrá igualmente determinado por la situación del mercado.

Así pues, un activo determinado, tendrá a lo largo de un período de tiempo considerado tres precios.

Precio real – al contado
Precio estimado – a futuro ejecutado
Precio real – al de mercado

¹⁰ Elaboración propia



5.5. INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN BOLIVIA

5.5.1. Breve Reseña Histórica de la Aplicación y Utilización de los Bonos en Bolivia.

Se presenta a continuación una breve reseña histórica de los últimos años sobre la emisión de los bonos por parte de entidades estatales y privadas.

En la gestión 1991 el sector privado trajo nuevos instrumentos al mercado, en enero aparecieron los bonos bancarios obligatoriamente convertibles en acciones (BBC) y en diciembre se transaron por primera vez los bonos de corto plazo (BCP).

Posteriormente durante 1992 surgirían los bonos bancarios bursátiles (BBB), convirtiéndose en importantes participantes del mercado.

Así en el mes de octubre del mismo año, la Bolsa Boliviana de Valores autoriza por primera vez la transacción de los Bonos del Tesoro General de la Nación (BTS).

Posteriormente, al finalizar el mes de noviembre se produjo la primera operación con bonos municipales (BMS) de la Honorable Alcaldía de La Paz.

A partir del año 1998 varias empresas de nuestro país han emitido bonos, entre las significativas tenemos a la empresa READY MIX S.A., Sociedad Boliviana de Cemento SOBOCE S.A., OVANDO S.A., y últimamente Droguería INTI S.A.

5.5.2. Antecedentes Jurídicos

Los fundamentos legales que norman en nuestro país la emisión de bonos están referidos básicamente en:



- **Normas Legales**

El marco normativo que rige para la emisión de bonos se encuentra en la Ley N° 1834 Ley de Mercado de Valores, el Decreto Supremo N° 25022 Reglamento a la Ley del Mercado de Valores y la Resolución Administrativa N° 110 Reglamento del Registro del Mercado de Valores, constituyéndose como el principal instrumento que brinda al inversionista nacional y extranjero un marco específico de referencia jurídica, destacando el hecho de que se adecua al espíritu de libre mercado, presentando un marco regulador moderno basado en la transparencia del mercado, permitiendo la participación de los Fondos de Inversión, Fondos Mutuos, entidades de depósito, calificadoras de riesgo, procesos de titulación, sociedades administradoras de fondos de inversión y principalmente posibilita la participación en el mercado a otras empresas que no son sociedades anónimas, a través de emisiones de deuda, como sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas y mutuales que antes no podían realizar emisiones, hoy participan en el mercado de valores bajo reglamentación especial.

5.5.3. Los Instrumentos de inversión en el mercado de valores y los tipos de emisiones

Los instrumentos de inversión son medios o productos creados, para instrumentar las diversas condiciones o formas de ofrecer productos financieros que son objeto de transacción en el mercado financiero. Una buena parte de estos instrumentos adoptan la forma de títulos valores, lo que va a dar lugar al mercado de valores. Otros no requieren instrumentarse en títulos valores, sino toman formas contractuales diversas como los depósitos dinerarios constituidos en entidades financieras y bancarias.

Los instrumentos financieros, desde la lógica de los inversionistas, se pueden clasificar en los siguientes rubros:



- Instrumentos de renta variable, son aquellos donde la magnitud de la rentabilidad esperada no es segura ni fija desde un inicio y será, en todo caso, de acuerdo a los resultados de la actividad a la cual sea destinada la inversión, resultado que nadie puede asegurar desde un inicio, sino sólo calcularse o proyectarse, siendo por ello la inversión de riesgo, o de participación en el resultado final.
- De renta fija o determinable, en esta clase de instrumentos de inversión la rentabilidad está previamente fijada o es determinables desde un inicio, a las que se les conoce como inversiones de renta fija, consistiendo en este caso el riesgo sólo en la seguridad de su pago. Es decir, las inversiones de renta fija no están ligadas al resultado de la inversión, ni participan de los éxitos o fracasos que tal inversión o actividad tenga y a la que sea destinado el capital invertido.
- Instrumentos mixtos, es la combinación de los dos anteriores, es decir, que la inversión no hace al inversionista partícipe del negocio, pero le ofrece utilidades similares a los que obtiene quienes realizan inversiones de participación y riesgo. Esto es, son instrumentos que proporcionan al inversionista la seguridad de las inversiones de renta fija (acreencias) de no perder el capital; pero con la ventaja de las inversiones de participación, en cuanto a las utilidades.

5.5.3.1. Clasificaciones de los Valores

En los mercados financieros directos, esto es sin intermediación, se transan determinados tipos de instrumentos, como es el caso de los valores. Estos, se suelen clasificar del siguiente modo:



- Valores de participación: Representan una alícuota parte del capital social de una sociedad anónima, otorgan al tenedor de los mismos participación en un patrimonio específico. Por ejemplo las acciones.
- Valores de contenido crediticio: Son valores que representan una obligación para el emisor o una alícuota parte de un crédito colectivo asumido por éste. Por ejemplo los bonos.
- Valores representativos de mercaderías: Son valores que le otorgan al tenedor de los mismos el derecho de propiedad de determinados bienes o mercaderías que se encuentran en depósito. Ejemplo: los Certificados de Depósito.

Según su forma de expedición se clasifican en:

- Nominativos. Los valores emitidos a la orden de una determinada persona y para los cuales se exija la inscripción de todos los tenedores en el registro que llevará la sociedad emisora, se denominan nominativos. La transmisión debe hacerse mediante endoso.
- A la orden. Se entiende a los valores emitidos a favor de determinada persona en los cuales se expresa "a la orden". La transmisión de estos Valores debe hacerse mediante endoso sin registro de la operación por parte del emisor.
- Portador. Son títulos al portador los que no están emitidos a favor de determinadas personas, contengan o no la expresión al portador. La simple exhibición del valor otorga a su tenedor los derechos consignados en el mismo. Su transmisión se efectúa por la simple tradición.



5.5.3.2. Valores Más Comunes

Sí bien la variedad de instrumentos en los mercados de valores es cada vez más creciente, existen algunas modalidades más comunes que describimos a continuación:

- **Acción**

Acción, es un típico instrumento de inversión de participación en proporción a lo aportado en la sociedad (capital), que representa la parte alícuota del capital de una sociedad, concediendo al titular sus derechos y obligaciones según correspondan a los socios, en directa proporción al monto de su inversión.

La acción representa la parte alícuota del capital social de la sociedad anónima, ello hace que una acción sea exactamente igual a otra. Esta característica posibilita su emisión masiva o en series o clases conformadas de gran número de acciones, todas de la misma calidad y características, que conceden los mismos derechos y tienen las mismas obligaciones para los accionistas, lo que facilita su negociación masiva en el mercado.

- **Clases**

Existen dos clases típicas de acciones:

a) Acciones ordinarias.

Confieren necesariamente derecho de voto por acción, de acuerdo a la legislación boliviana tanto en las asambleas ordinarias como extraordinarias.

b) Acciones preferidas.



Las acciones preferidas se emiten con ciertas características especiales; generalmente pagan a su poseedor un determinado interés fijo, siempre y cuando la empresa obtenga utilidades.

- **Valor de las acciones**

1. Valor nominal.

El precio o valor nominal de una acción es el valor contable y aparece impreso en el título físico al momento de la emisión.

2. Valor de libros.

Es el valor resultante de dividir el patrimonio entre el número de acciones existentes.

3. Valor de mercado.

El valor que los inversionistas están dispuestos a pagar por ella. En otras palabras está determinado por la oferta y la demanda.

5.5.3.3. Depositary Receipts

Los "Depositary Receipts" son certificados que representan la propiedad de acciones emitidas por una compañía extranjera en un país, y que es negociable en las bolsas del país en donde se emite.

Estos títulos valores se negocian y liquidan como si fuesen valores de empresas del país en donde se emite. Sin embargo, estas acciones están sujetas a las normas que señala la entidad reguladora de dicho país donde se emiten, además de los requisitos del país de origen.



En Estados Unidos se les conoce como American Depositary Receipts como certificados negociables que, evidencian la propiedad de acciones de una empresa no norteamericana. En el mercado europeo se le denomina Global Depositary Receipts (GDR), los mismos que son emitidos y compensados por las Instituciones Depositarias.

5.5.3.4. Bonos

Los bonos son valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo, de corto o largo plazo, constituido a cargo de la sociedad o entidad emisora.

- **Bono Corporativo u Ordinario**

Son los títulos valores que representan una acreencia contra la entidad emisora del mismo. El inversionista que adquiere el bono obtiene pagos periódicos de intereses y cobra el valor nominal del mismo en la fecha de vencimiento.

- **Bonos Convertibles**

Son aquellos que a pesar de representar una deuda que el emisor asume frente a su tenedor, pueden convertirse en acciones. Es decir, permiten que la calidad de acreedor del tenedor se convierta en el de accionista y participe de la sociedad emisora.

- **Bonos Subordinados**

Los tenedores de bonos están subordinados en la prelación de acreedor de la empresa bancaria emisora de estos bonos. Están al final y después de todos los acreedores; pagándoles con los activos de la empresa liquidada al final y sólo en la medida que haya recursos para ello.



- **Bonos Perpetuos**

Son bonos que no son redimibles en su capital, es decir, no tienen fecha de vencimiento; perdurando lo que dure la sociedad emisora. Durante su vigencia sólo generan y pagan los intereses o rendimiento previsto, según la periodicidad prevista.

- **Bonos Leasing**

Son aquellos bonos que se emiten con la finalidad de captar fondos para ser destinados a financiar operaciones de arrendamiento financiero (leasing).

5.5.3.5. Papeles Comerciales (Commercial Paper)

Los papeles comerciales tienen la misma naturaleza que las demás obligaciones, con la única diferencia que se tratan de valores representativos de deuda de plazo no mayor a un año.

5.5.3.6. Tipos de Valores que se Negocian en el Mercado Boliviano

- **Definición de valor**

La Ley del Mercado de Valores establece por Valor:

1. Los Títulos - Valores normados por el Código de Comercio, pueden ser de contenido crediticio, de participación o representativo de mercaderías.
2. Aquellos instrumentos de transacción en el mercado de valores, que cumplan con las siguientes condiciones:



- Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico.
- Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión.
- Que su oferta pública sea autorizada por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.
- Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor.

Los valores son libremente transferibles de acuerdo a lo establecido en la Ley y es nula toda limitación a su circulación.

- **Renta variable**

Acción:

Las acciones son generalmente nominativas y se pueden vender o transferir. El Código de Comercio boliviano admite la existencia de acciones al portador.

- **Renta fija**

Bono:

Los bonos pueden ser expedidos a la orden, nominativos o al portador. Pueden tener rendimiento fijo o variable, según lo determine el emisor.



- **Depósito a plazo fijo**

Los Depósitos a Plazo Fijo (DPFs) son instrumentos emitidos a distintos plazos por los bancos y otras entidades financieras y certifican el valor de un depósito realizado más la tasa de interés a percibir. Los DPFs son emitidos a rendimiento y pueden ser negociables en la Bolsa Boliviana de Valores.

- **Letras del Tesoro General de la Nación**

Las Letras del Tesoro General de la Nación (LTs) son valores nominativos de contenido crediticio emitidos a descuento. Se adjudican mediante subasta pública competitiva administrada por el Banco Central de Bolivia como agente financiero del Estado.

- **Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia**

Los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (CEDES) son valores emitidos a descuento por esa entidad y rescatados por la misma institución a su vencimiento, al valor nominal.

- **Certificados de Devolución de Depósitos (CDD)**

Son valores emitidos a la orden y representan la devolución que hace el Banco Central de Bolivia de los depósitos a favor de los ahorristas o clientes de entidades financieras en proceso de liquidación. Estos certificados no devengan intereses y son negociados a descuento en el mercado secundario.

Este es un instrumento que puede ser utilizado como pago a cuenta de determinados impuestos. Se emite por el valor nominal del importe a ser reintegrado al exportador y se negocia a descuento en los mercados secundarios.



- **Pagaré**

El Pagaré es un documento de crédito, que contiene la promesa incondicional del deudor de pagar un monto establecido en una fecha determinada. Las condiciones de su emisión están establecidas en el Código de Comercio.

- **Letra de cambio**

La Letra de Cambio es un documento de crédito, en el cual participa un Girador que ordena a un Aceptante pagar un determinado monto de dinero al beneficiario en una fecha determinada. Las condiciones de su emisión están establecidas en el Código de Comercio.

- **Factura cambiaria**

Documento de compraventa de mercaderías a plazo, en el cual el comprador acepta el pago en un plazo estipulado por un monto fijo. La mercadería debe ser entregada real y materialmente al comprador para que la factura cambiaria tenga validez.

5.5.3.7. Tipos de Emisores

Los emisores de valores, son entidades y personas jurídicas que pueden realizar oferta pública, en demanda de recursos financieros. Esto se puede hacer a través de la emisión de valores de contenido crediticio, de participación o mixtos, los cuales son adquiridos por inversionistas.

Los emisores de valores, podrán hacer oferta pública siempre y cuando cumplan todos los requisitos señalados en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos, salvo el Banco Central de Bolivia y el T.G.N., ya que según lo



establece la Ley del Mercado de Valores, son suficientes las propias normas legales que respaldan su emisión y oferta pública.

Los emisores podemos clasificarlos en:

- Emisores privados: Sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, asociaciones mutuales de ahorro y préstamo y cooperativas.
- Emisores públicos: Banco Central de Bolivia, Tesoro General de la Nación, Servicio Nacional de Impuestos Internos, gobiernos municipales.
- Sociedades titularizadoras: estas entidades tendrán su propio proceso de emisión de valores.

5.5.3.8. Valorización de Instrumentos Financieros

¿Cómo saber si al comprar un instrumento financiero se está pagando su justo precio? Busquemos dar una orientación preliminar a ese respecto.

Mientras el precio de un instrumento puede conocerse, el valor que debemos otorgarle al instrumento depende esencialmente de las ganancias que esperamos obtener de él, durante el periodo que lo vamos a mantener. Esas ganancias, por supuesto, estarán representadas por intereses, dividendos o por incrementos del precio del instrumento durante ese lapso. En buena cuenta, en un momento dado del tiempo, pueden diferir el valor (que le otorgamos) y el precio (que nos informan) del instrumento; y ello nos da una señal acerca de si comprar o vender el instrumento.

Pero el análisis también debe tomar en cuenta que existe un factor que impide una comparación directa entre las magnitudes de valor y de precio, y este es el tiempo. En efecto, mientras el precio es una cantidad exigible hoy; las



ganancias que se esperan del instrumento son eventos que ocurrirán en el futuro. ¿Cómo hacerlas comparables si están referidas a distintos momentos? Se suele usar una técnica: flujos de caja descontados, al descontar una cantidad futura, y expresarlos en magnitudes de hoy, estamos calculando el valor presente de la cantidad futura. Cualquier instrumento lo podemos mostrar como un flujo de ingresos que se recibirá en el futuro. Es decir, que podemos asumir que conocemos los pagos que en distintas fechas se recibirá por tener un determinado instrumento. Toda la tarea para valorizar el instrumento consiste en calcular el valor presente de cada uno de los pagos que se recibirá, y luego sumar las cantidades para así tener un estimado del valor del instrumento.

- **Valorizando una acción**

El flujo de caja relevante para la valorización de una acción, es el que resulta de considerar el excedente o utilidad de libre disponibilidad que en cada periodo estaría generando la compañía emisora de la acción (se asocia básicamente a la posible repartición de dividendos). Para el cálculo, se considera como si se tratase de una inversión que nunca vence (dura por siempre), en razón de que no se puede conocer hasta cuando existirá la empresa.

En cuanto a la tasa de descuento, se tomará aquella que refleje el riesgo que asume un accionista al invertir en una determinada empresa. Se acepta que la tasa de descuento para una acción es mayor que para la deuda emitida por la misma empresa, por considerarse que un accionista enfrenta más riesgos que un acreedor, el accionista no tiene un rendimiento asegurado.

- **Valorizando una obligación o un bono**

En el caso de las obligaciones, el flujo de caja a considerar es el vinculado a todos los pagos por intereses a que se compromete el emisor, así como a la



devolución del principal (valor nominal del instrumento) al momento de vencimiento del plazo.

En lo que concierne a la tasa de descuento, puede descomponerse en dos factores: la tasa del activo libre de riesgo más el premio por riesgo. En este caso, el premio por riesgo estará directamente asociado al riesgo de no pago según la clasificación obtenida.



CAPÍTULO VI

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En Bolivia en la década de los noventa se da inicio a la introducción de una nueva modalidad de financiamiento, muy común en varios países a nivel mundial, la emisión de bonos para financiar operaciones de las empresas.

Esta práctica permite democratizar las alternativas de nuevas formas de financiamiento con tasas de interés menores a las del sistema bancario.

Para los inversionistas se presentan la adquisición de bonos y acciones con tasas que son, fuera de lo tradicional.

1. Ante el avance de una economía más acelerada en el mundo de los negocios, es necesario dar una mirada al futuro para desarrollar nuestra economía, no solo a nivel privado sino público, por lo tanto tenemos que estudiar analizar nuevas modalidades de financiamiento.
 - Tasas de interés variables en la emisión de bonos y acciones.
 - Operaciones a futuro de empresas agropecuarias e industriales, bajo la modalidad de entidades organizadas o informales.
2. Democratizar alternativas de financiamiento que favorezcan tanto a prestatarios como prestamistas.
3. Trasmitir e incentivar a empresarios que con estas nuevas modalidades se mitigan los riesgos tanto para tenedores como para emisores.



BIBLIOGRAFÍA

- Lanny Solomon – Richard Vargo, Principios de **Contabilidad**
- Fowler Newton Enrique, **Colección de Auditoria y Contabilidad.**
- **Normas Internacionales de Contabilidad**, Comité de Normas Internacionales de Contabilidad Instituto Mexicano de Contadores Públicos,
- Hernández Sampieri, Roberto **Metodología de la investigación** 2da. Edic. McGraw Hill, México, 1998
- **Normas Internacionales de Información Financiera.-** Instituto Mexicano de Contadores Públicos A.C
- Lawrence y Brigham: **Fundamentos de administración financiera** Editorial Mc Graw Hill - México 1988.
- Decreto Supremo No.- 25022 promulgado el 22 de abril de 1998. Reglamento a la Ley del Mercado de Valores.
- Rubén Centellas E. **Cuestiones Contables Fundamentales.**
- Gerhard G. Mueller – Helen Germon **Contabilidad una perspectiva internacional**