

SOBRE EL DESARROLLO DE DERIVADOS OTC EN COLOMBIA

La sofisticación y mayor competencia de los mercados financieros han obligado a los agentes a buscar nuevas estrategias de inversión y de cobertura, entre las que se encuentran los derivados negociados OTC, diseñados para satisfacer necesidades específicas.

Los productos derivados juegan un papel fundamental en la economía como mecanismos de cobertura ante los riesgos originados en las variaciones del tipo de cambio, las tasas de interés, y en general de los precios de activos reales o financieros.

A nivel internacional estos instrumentos han sido de gran ayuda al sector productivo para reducir la incertidumbre de la actividad empresarial y transferir adecuadamente los riesgos en la economía. Para que desempeñen una función positiva, requieren de un adecuado marco normativo y legal, de una supervisión estrecha por parte de las autoridades, de mecanismos de información transparente a los mercados y del desarrollo de una infraestructura que minimice sus riesgos y agilice el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

En esta edición de *Semana Económica* se presentan algunas reflexiones sobre lo que debería ser una agenda de desarrollo de los derivados OTC en Colombia.¹ Sugerimos revisar algunas restricciones vigentes que limitan el potencial de crecimiento de estos productos;

mejorar el marco contractual y tributario de estas operaciones; analizar experiencias internacionales para reducir el riesgo de incumplimiento y crear mecanismos adecuados de revelación de información. Esto seguramente estimulará el desarrollo de más productos que se ajusten a las necesidades empresariales del país.

La importancia de los derivados

Los derivados son instrumentos que le permiten a un agente cubrirse frente a variaciones inesperadas de algún factor relevante para su actividad, como es el caso del tipo de cambio o las tasas de interés.

Por ejemplo, un exportador que tiene un riesgo en la revaluación del peso - ya que sus ingresos son en dólares y la mayoría de sus gastos son en pesos - tiene la posibilidad de adquirir en el mercado un contrato de venta de dólares en una fecha futura (*forward*) que le garantice que, pase lo que pase con la TRM, obtendrá un precio mínimo de venta. Por lo anterior, en la medida en que hay quienes se benefician con la revaluación (importadores) y quienes pierdan con ella (exportadores), ambos agentes tienen incentivos para intercambiar sus exposiciones a través de contratos de derivados, en donde los bancos actúan como intermediarios en la transferencia de riesgos.

Otro beneficio en el uso de derivados, es el de una empresa que tiene una deuda atada a la DTF y que por tanto tiene el riesgo de un aumento en las tasas de interés. Esta empresa podría tomar un *swap* de tipo de interés, el cual le da certidumbre al limitar el pago de intereses a la tasa definida en el contrato.

Es importante señalar que en la actual coyuntura de crisis financiera

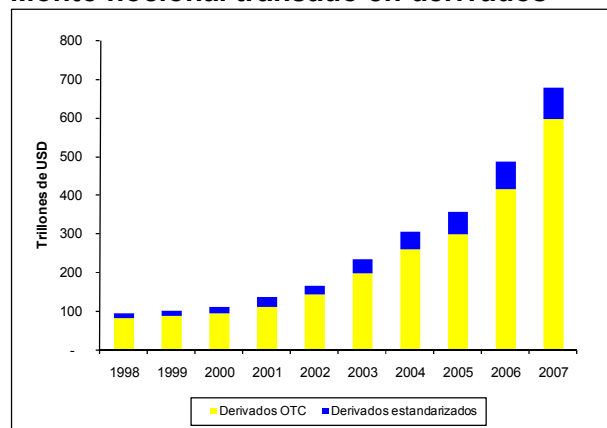
¹ Esta edición de *Semana Económica* resume algunas de las recomendaciones del Décimo Primer Congreso de Tesorería. Las presentaciones de dicho evento están disponibles en la página web de Asobancaria (www.asobancaria.com).

internacional, los cuestionamientos principales han recaído sobre estructuras financieras como los CDO's (*Collateralized Debt Obligations*) no sobre los derivados financieros *per sé*. Los factores que llevaron al colapso la estructura financiera creada alrededor de las hipotecas *sub-prime* están relacionados con la calidad del crédito originado y los vehículos poco transparentes a través de los cuales se empaquetaron y distribuyeron.

Los derivados OTC a nivel global y en Colombia

Internacionalmente, la utilización de los derivados OTC como herramienta de cobertura y negociación ha ganado mucha importancia. De acuerdo con cifras del BIS,² el monto nocional transado en estos productos se incrementó 642% entre 1998 y 2007. En diciembre del año pasado su volumen negociado ascendió a 596 trillones de dólares, el cual representa 15 veces el PIB de los países del G – 7 y el 88% del total de derivados (gráfico 1).

Gráfico 1
Monto nocional transado en derivados



Fuente: BIS.

Los contratos que más se negocian son los que tienen como subyacente los tipos de interés, particularmente los *interest rate swaps* (IRS), cuya participación en diciembre de 2007 fue de 66% dentro del total de derivados OTC (cuadro 1).

² Bank for International Settlements.

Cuadro 1
Derivados OTC (diciembre de 2007)

Activo Subyacente	Volumen negociado *	Participación (%)
Divisas	56,2	9,4%
Tasas de interés	393,1	66,0%
Acciones	8,5	1,4%
Commodities	9,0	1,5%
Credit default swaps	57,9	9,7%
Otros	71,2	12,0%
Total OTC	596,0	100,0%

* Cifras en trillones de dólares.

Fuente: BIS – Cálculos de Asobancaria.

La utilización de derivados OTC por tipo de subyacente es diferente a nivel mundial. Mientras que en los países desarrollados los contratos sobre tasas de interés son los que más se negocian, en las economías emergentes los de tipo de cambio son los que tienen mayor preponderancia - 81% en tasa de cambio versus 9% en tipo de interés -. Este comportamiento se explica, en parte, por la alta volatilidad de las tasas de cambio y el permanente vaivén de los flujos de inversión extranjera.³

Colombia no es la excepción. Si bien se observa que los derivados han experimentado un crecimiento importante durante los últimos años, siguen predominando las operaciones con subyacente cambiario.

Entre julio de 2003 y el mismo mes de 2008, el volumen total transado en productos sobre tasa de cambio se incrementó más de ocho veces (cuadro 2).⁴ El producto dominante son los *forwards*, los cuales tienen una participación del 98,5% dentro del monto total negociado (cuadro 2). En términos relativos, el mercado de derivados representa apenas el 10% del PIB de nuestro país.

³ Zsófia Árvai "Recent trends and challenges in OTC derivatives in emerging market economies." FMI 2008.

⁴ La cifra de volumen negociado incluye únicamente opciones y *forwards* sobre tasa de cambio que son reportados en el "Informe mensual sobre operaciones de derivados" del Banco de la República.

Cuadro 2**Derivados sobre tasa de cambio**

Instrumento	Volumen Negociado*		Participación (%)		Tasa de crec. 08/03
	Jul-03	Jul-08	Jul-03	Jul-08	
Forwards	2.333,0	21.512,4	97,9%	98,5%	822,1%
Opciones	49,8	319,3	2,1%	1,5%	541,1%
Total	2.382,8	21.831,7	100,0%	100,0%	816,2%

* Cifras en millones de dólares.

Fuente: Banco de la República – Cálculos de Asobancaria.

Cuadro 3**Rotación de contratos OTC sobre tipo de cambio y tasas de interés**

Rotación de contratos OTC*					
Tipo de cambio			Tasas de interés		
País	Rotación	Puesto No.	País	Rotación	Puesto No.
Australia	161.732	1	Australia	25.347	1
Canadá	56.603	2	Canadá	23.854	2
India	30.720	3	España	18.019	3
Korea	25.052	4	Korea	7.303	4
Rusia	19.482	5	India	5.851	5
Sudáfrica	12.417	6	Sudáfrica	5.007	6
México	11.425	7	Polonia	3.832	7
España	11.125	8	México	3.250	8
Nueva Zelanda	10.970	9	Nueva Zelanda	2.887	9
Taiwan	7.606	10	Taiwan	2.348	10
Polonia	7.354	11	Hungría	924	11
Tailandia	7.030	12	República Checa	827	12
Hungría	4.864	13	Tailandia	489	13
República Checa	3.829	14	Arabia Saudita	282	14
Eslovaquia	3.366	15	Malasia	159	15
Malasia	2.236	16	Brasil	126	16
Arabia Saudita	1.948	17	Perú	17	17
Brasil	725	18	Colombia	9	18
Colombia	666	19	Eslovaquia	-	19
Perú	238	20	Rusia	-	20

* Promedios diarios expresados en millones de dólares. La rotación o *turnover* se define como la relación entre el valor bruto de todas las operaciones realizadas y el monto notional de los contratos. Datos a abril de 2007.

Fuente: BIS.

Por otra parte, al comparar la rotación de contratos OTC dentro de una muestra de 20 países de similar y mayor grado de desarrollo al de Colombia, nuestra economía ocupa el puesto 19, para los productos sobre tipo de cambio, y el puesto 18 para los de tasa de interés (cuadro 3).⁵

Estas cifras evidencian el bajo grado de profundidad de este mercado, pero también exhiben su enorme potencial de crecimiento dentro de un entorno financiero que no para de dar muestras de alta volatilidad.

Aspectos para desarrollar los derivados OTC en Colombia

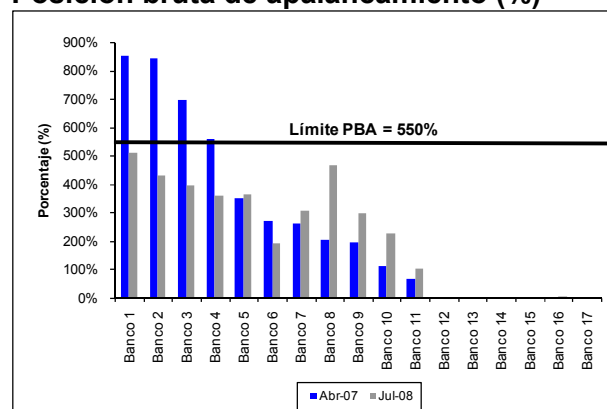
La experiencia internacional permite extraer algunas recomendaciones para el adecuado desarrollo de estos productos en

nuestro país, las cuales deben formar parte de la agenda para la profundización del mercado de capitales. Dichas recomendaciones se enfocan en cinco aspectos fundamentales:

1. Liberalizar el mercado de capitales

Varios temas ameritan una evaluación de la relación costo-beneficio que generan algunas restricciones existentes:

- **Límite a la PBA:** Esta medida limita la posición bruta en derivados de tipo de cambio que pueden tener los bancos hasta el 500% de su patrimonio (550% incluyendo los *swaps* de deuda pública externa).

Gráfico 2**Posición bruta de apalancamiento (%)**

Fuente: Superintendencia Financiera – Cálculos de Asobancaria.

En este último año, las entidades más activas en el mercado de derivados (*market makers*) se han visto obligadas a ajustar considerablemente sus posiciones sobre estos instrumentos, sin que el espacio liberado haya sido utilizado de manera intensiva por otros jugadores de la industria bancaria (gráfico 2).

Igualmente, este límite ha desplazado las operaciones de cobertura hacia al exterior, distorsionando sus precios y

⁵ Véase: BIS (2007). "Triennial Central Bank Survey" Diciembre.

encareciendo su utilización por parte del sector real.

- **Derivados sobre commodities:** El Banco de la República, a través de la Resolución Externa No. 8 de 2000, no permite a los intermediarios del mercado cambiario utilizar derivados sobre *commodities*. Recientemente, estos contratos han ganado especial importancia, ya que ofrecen cobertura ante la volatilidad de los precios de los productos básicos, cuyos mercados internacionales se encuentran altamente tensionados.

Por lo tanto, se debe revisar si las razones que llevaron a restringir estos derivados siguen siendo válidas, así como los avances que podrían hacerse en esta materia.

- **Derivados de crédito:** Los derivados de crédito le permiten a un acreedor cubrir su exposición al riesgo de crédito de sus activos – préstamos o bonos – transfiriéndolo a otra parte que cuente con una elevada calificación y reputación crediticia y que esté dispuesta a tomar ese riesgo a cambio de un beneficio económico representado en una tasa de interés o una prima de riesgo.

Este tipo de contratos está prohibido en Colombia por disposiciones del Banco de la República. Sin embargo, motivado por la coyuntura financiera internacional, el Emisor autorizó de manera restringida y temporal la celebración de *credit default swaps* (CDS) por parte de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera para que cubran sus exposiciones vigentes en moneda extranjera. Con este mecanismo, las AFP y otras entidades financieras podrán, a cambio del pago de una prima a un agente de alta calificación crediticia del exterior, cubrirse ante potenciales incumplimientos de contrapartes internacionales.

Conviene discutir si esta disposición que es puntual para cubrir las exposiciones vigentes debería regir de manera permanente bajo adecuadas condiciones de supervisión, autorización y transparencia que defina la Superintendencia Financiera.

2. Marco normativo y tributario

Es indispensable un marco legal y regulatorio completo y sin asimetrías en materia de valoración y contabilización de instrumentos. Dicha normatividad también debe contemplar los aspectos básicos que debe contener un contrato marco que opere como guía para regir las relaciones entre las partes que celebren operaciones OTC y que ofrezca herramientas para resolver controversias en caso de incumplimiento de las obligaciones.⁶

Si bien, el nuevo Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera representa un gran avance en nuestro país, es conveniente diseñar un contrato marco estándar tipo ISDA que utilice un lenguaje común, que esté en línea con las prácticas internacionales y que contemple los aspectos exigidos por la actual regulación local.⁷

Al interior del contrato, se deben definir disposiciones de “*close-out netting*”, las cuales son indispensables para reducir significativamente el impacto sistémico de eventos de quiebra, ya que permiten compensar de manera anticipada operaciones entre contrapartes que se encuentren en circunstancias de bancarrota. Un ejemplo práctico de la utilidad en la aplicación de estas cláusulas fueron las sesiones de negociación organizadas por ISDA el pasado domingo 14 de septiembre que buscaban reducir el riesgo de incumplimiento en derivados ante el potencial anuncio de quiebra por parte de *Lehman Brothers*.

⁶ Robert Pickel y Katherine Darras “*Introduction to ISDA and its documentation architecture*.” ISDA 2008.

⁷ Carlos Fradique – Méndez “*Marco legal e innovaciones contractuales en el mercado de derivados OTC*.” Brigard y Urrutia Asociados 2008.

En Colombia, el *Proyecto de Reforma Financiera*, el cual actualmente está siendo estudiado por el Congreso, permite la utilización de las mencionadas disposiciones en procesos concursales o de insolvencia.

En materia tributaria es urgente revisar el impacto negativo que generan cargas como las de la retención en la fuente del impuesto de renta y el gravamen a los movimientos financieros. En una operación de cobertura cambiaria, por ejemplo, se grava con retención el ingreso del derivado sin contemplar que en la posición primaria que le dio origen se produjo una pérdida económica equivalente. Esta práctica genera un efecto contrario a la naturaleza de dichas coberturas, la cual es precisamente la de mantener inalterada la estructura financiera de un activo o pasivo a la ocurrencia de eventos económicos externos.

Del mismo modo, aunque existe una exención del 4X1000 a operaciones de derivados estandarizados, es necesario que ésta cubra también a los OTC so pena de generar un arbitraje regulatorio. La decisión de utilizar un producto estándar o uno OTC debe fundamentarse en consideraciones de riesgo, liquidez y demás atributos financieros de las operaciones y no por desequilibrios en su tratamiento impositivo.

3. Transparencia

Se debe contar con mecanismos adecuados y oportunos de revelación de información sobre las operaciones con derivados y las posiciones en este tipo de productos. Esto contribuye a la labor de supervisión sobre el sistema financiero y a un mejor control de las exposiciones por parte de las entidades financieras.

Hacia esta dirección apunta la Circular Externa 025 de 2008 de la Superintendencia Financiera, la cual establece el diseño de un sistema de registro para los derivados OTC. Dicho registro debe garantizar altos estándares de transparencia en la revelación de información, con el fin de fortalecer la

supervisión sobre este mercado en aras de prevenir la ocurrencia de problemas como los que han empezado a aflorar en los países desarrollados.

4. Mecanismos de mitigación de riesgos

Se deben implementar mecanismos que permitan reducir las exposiciones al riesgo de crédito y operacional, tales como la exigencia de garantías, plataformas de negociación electrónicas OTC y un mayor uso de las cámaras de riesgo central.

Un ejemplo de un sistema centralizado de compensación de derivados OTC es *NYMEX ClearPort*, el cual es utilizado en las negociaciones de contratos energéticos comercializados por *The New York Mercantile Exchange*.⁸ En el mismo sentido, funciona el sistema de compensación y liquidación de operaciones con derivados de CETIP en Brasil, cuyo modelo de negocio le permite a los participantes mantener un *stock* de garantías depositadas con el fin de respaldar los contratos OTC que se registran, compensan y liquidan de manera centralizada.⁹

5. Reconocer oportunidades de negocio

Es fundamental identificar los sectores económicos que representan un mercado potencial para la comercialización de coberturas de riesgos financieros, partiendo de la premisa de que estos productos ofrecen oportunidades de generación de valor en las actividades económicas cotidianas.¹⁰

En este sentido, todas las empresas del sector real, incluyendo por supuesto a las de tamaño pequeño y mediano (PyMES), son clientes potenciales en el mercado de derivados.

Por ejemplo, hay en el mercado una necesidad latente de coberturas de tipos de

⁸ Robert Levin "Overview of NYMEX Energy Products and ClearPort." NYMEX 2008.

⁹ Marcelo Fleury "OTC Derivatives – The Case of Brazil." CETIP 2008.

¹⁰ Dieter Wunder "OTC Markets: The Chilean Experience." Banco Santander Santiago 2008.

interés por parte de las empresas que toman créditos atados a la DTF o al IBR y que se afectarían ante un aumento de las tasas que estreche su margen operacional. También tienen un alto potencial los productos de tipo de cambio para empresas exportadoras e importadoras que cada vez están más expuestas a los vaivenes de la TRM, tal y como ha ocurrido en días recientes. Las posibilidades son amplias, por lo que es necesario identificar sectores y trabajar en el diseño de productos y en la concientización a las empresas sobre su adecuado entendimiento, manejo y riesgos inmersos.

Para el país es crucial posicionar el IBR como tasa de interés de referencia del mercado y aprovechar la oportunidad para diseñar derivados sobre tipos de interés, tales como FRA's, IRS, *caps*, *floors* y *swaptions*, entre otros. Al respecto, las experiencias de México, Brasil y Chile son claras en la promoción de esta clase de contratos.¹¹ Por ejemplo, en México con las referencias de 28 y 91 días de la TIIE se negocian *swaps* a un plazo de 30 años.¹² Igualmente, en Chile el volumen notional transado en IRS representa la tercera parte del total de derivados.¹³

Conclusiones

Si bien es cierto que se han presentado avances en materia regulatoria y de arquitectura de mercado en relación con los derivados OTC, todavía persisten obstáculos para su desarrollo. Para superarlos, es necesario realizar un trabajo conjunto entre la industria y las autoridades para la implementación de las medidas que se consideren adecuadas para el impulso del mercado, y que a su vez ofrezcan las debidas condiciones de control y transparencia a los participantes.

¹¹ Los tipos de interés de referencia en México, Brasil y Chile son la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE), la CDI y el Índice Cámara Promedio (ICP), respectivamente.

¹² Manuel Meza "Nuevos productos derivados OTC: El caso de México." BBVA Bancomer 2008.

¹³ Dieter Wunder. Op. Cit.