

UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONOMICO

ANALISIS CRITICO DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE

Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile.

AUTORES

Pilar Daniela Alarcón Sabag.

Paola Andrea Mendoza Rojas.

Rocío del Pilar Oscariz Collarte.

PROFESOR GUIA: Germán Vidal Santiago

Diciembre de 2003

INTRODUCCIÓN. . .	1
CAPÍTULO I : GENERALIDADES. .	3
1.- ORIGEN DE LOS MERCADOS DE FUTUROS. . .	3
2.- DEFINICIÓN Y ASPECTOS BÁSICOS. .	5
3.- OPERATORIA O FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE. .	6
CAPÍTULO II: INTERVINIENTES EN LOS MERCADOS DE FUTUROS. .	11
1.- DENTRO DE LA BOLSA. .	11
1.1. El Cliente. .	11
1.2. Intermediarios (Corredores de Bolsa). . .	13
1.3 La Cámara de Compensación. .	14
1.4 La Bolsa de Valores. .	15
2.- FUERA DE LA BOLSA. .	16
CAPITULO III: INSTRUMENTOS TRANSADOS EN EL MERCADO DE FUTUROS. . .	17
1.- DENTRO DE LA BOLSA. .	17
A.- CONTRATO DE FUTURO. .	17
B.- OPCIONES. . .	25
2.- FUERA DE LA BOLSA U <i>OVER THE COUNTER</i> . .	28
A.- CONTRATO <i>FORWARD</i> . .	28
B.- CONTRATO <i>SWAP</i> . .	30
CAPÍTULO IV: RÉGIMEN LEGAL DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE. .	33
1.- Reglamento General de los Mercados de Futuros. .	33
2.- Normativa emanada del Banco Central de Chile. . .	34
3.- Normas que regulan a los inversionistas institucionales. . .	35
CAPITULO V: CONVENIENCIA ECONOMICA DE INVERTIR EN MERCADOS DE FUTUROS. ..	39
CAPITULO VI: FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE. . .	43
1.- Operaciones de Derivados Financieros en Bolsa. .	43

1.1. Falta de liquidez del mercado. . .	44
1.2. Tamaño del mercado de futuros chileno. . .	44
1.3. Desinformación y Educación de los inversionistas. . .	45
1.4. Limitaciones que afectan a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para operar en este Mercado. . .	45
1.5. Intervención de la autoridad en la volatilidad del tipo de cambio nominal. . .	46
1.6. Excesiva regulación del Mercado de Futuros en Bolsa. . .	46
2.- Operaciones de Derivados Financieros <i>Over the Counter</i> . . .	46
CONCLUSIÓN. . .	49
BIBLIOGRAFÍA. . .	51

INTRODUCCIÓN.

El desarrollo de los Mercados Financieros ha implicado niveles crecientes en el volumen y tecnificación de las transacciones que en ellos se verifican, proceso que además se ha visto influido por la globalización que éstas han experimentado en las últimas décadas. Es debido a estos fenómenos que los inversionistas se encuentran expuestos a una serie de riesgos en sus operaciones, lo que acarrea la consiguiente inestabilidad e incertidumbre en éstas. De esta manera, siempre se han buscado mecanismos que disminuyan al máximo el riesgo inherente a este tipo de transacciones o, mejor aun, que lo eliminen por completo.

Así, la ciencia económica ha creado y perfeccionado nuevos instrumentos que cumplen la difícil labor de resguardo, prevención y protección de los inversionistas. De esta forma se ha logrado un mejoramiento de las condiciones necesarias para la ejecución de las inversiones realizadas y se ha conseguido el objetivo de reducir la exposición al riesgo e incertidumbre existente en los mercados.

Dentro de este marco, y adaptándose a las necesidades económicas, han nacido los Mercados de Futuro y los productos derivados que se transan dentro de él, los cuales han adquirido una gran relevancia en nuestro país, especialmente después que nuestra economía experimentó un proceso de apertura al exterior, desde mediados de la década del 70.

Estos instrumentos han tenido un gran éxito y aplicación en el extranjero, especialmente en los Estados Unidos, donde ya tienen décadas de historia. En Chile la realidad ha sido totalmente diferente. Por una parte, el Mercado de Futuros en Bolsa,

donde se transan Futuros y Opciones, no tuvo el éxito esperado y hoy simplemente no se registran transacciones de estos instrumentos. Por el contrario, el Mercado de Futuros fuera de Bolsa o Mercado *Over the Counter* registra, hoy por hoy, un gran número de transacciones y mueve, diariamente, grandes sumas de dinero. Las negociaciones en este último mercado se caracterizan por ser privadas y realizadas directamente por las partes, las que actúan al margen de la Bolsa de Valores y la Cámara de Compensación. Son, principalmente, operaciones de contratos a plazo (*forwards*) y permutas financieras (*swaps*).

En relación con los aspectos de carácter jurídico cabe mencionar que existe poca información sobre este tema, tanto en doctrina nacional como comparada, puesto que en estos instrumentos se han privilegiado los aspectos de regulación económica por sobre los jurídicos, buscando la rapidez y eficiencia del Mercado. En este contexto no resulta fácil realizar un estudio sobre este tema desde una óptica jurídica, por lo cual nos abocaremos a realizar un estudio general de este Mercado en Chile, haciendo mención a sus orígenes; intervinientes; instrumentos que en él se transan y sus características; normas que lo regulan y problemas que ha presentado. Sobre este último punto, se hará una breve mención del Mercado Extrabursátil actualmente operante en nuestro país.

Nuestro objetivo en el siguiente trabajo es adentrarnos un poco más en esta materia, de manera que aumente el interés por conocer y estudiar este tipo de instrumentos aprovechando, así, las ventajas que éstos ofrecen. Trataremos, además, de explicar los motivos del fracaso del Mercado de Futuros Bursátil e intentaremos proponer posibles remedios a fin de solucionar los problemas que impiden el buen funcionamiento de estos mercados en nuestro país.

CAPÍTULO I : GENERALIDADES.

1.- ORIGEN DE LOS MERCADOS DE FUTUROS.

Los orígenes de las transacciones de futuros se remontan a la aparición de los Mercados de Futuros de productos agrícolas, los cuales nacen como consecuencia de las necesidades del comercio. Estos Mercados surgieron bajo la forma de una compraventa con entrega diferida en que el precio de la transacción se fija al momento de celebrar el contrato, pero el pago y la entrega se efectúan en un momento diferente. Por la simplicidad y evidente utilidad de estas transacciones, no es extraño que tengan varios siglos de historia.

Se ha planteado por algunos autores que las primeras manifestaciones de estos mercados se produjeron en los tiempos de la Grecia clásica y en el Imperio Romano. También existen antecedentes de transacciones de futuros en el siglo XII en Francia e Inglaterra.

No obstante estas primeras manifestaciones, hay consenso en que el origen de estas operaciones de futuro se encuentra en Japón durante el siglo XVII. En esa época los señores feudales se vieron en la necesidad de vender sus producciones de arroz antes de que fueran cosechadas, a fin de poder mantener su presupuesto y hacer frente a sus gastos en aquellos períodos en que no percibían ingresos.

Las transacciones de futuro en la forma en que hoy conocemos, datan desde mediados del siglo XIX en los Estados Unidos. En ese entonces debido, principalmente, a los excesos de oferta en los períodos de cosecha y la alta variabilidad del precio de los productos agrícolas, se produjeron graves desincentivos a la producción. Esto hizo necesaria la creación de los llamados contratos *forwards*, en los cuales se establecía entre las dos partes la venta de productos a ser entregados y pagados en el futuro, pero en base a precios definidos en el presente.

El surgimiento de los mercados de futuros organizados se produce durante el siglo XIX, en la ciudad de Chicago, con la apertura de la Bolsa de esa ciudad (*Chicago Board of Trade*) en el año 1848.

Los últimos años del siglo XIX fueron de vital importancia en la determinación de las características y alcances de los futuros. Durante esta etapa se formalizaron ciertas prácticas que se venían dando en estos mercados y se fueron estandarizando los contratos. En este proceso fue fundamental la participación de las Bolsas de Valores.

Durante el siglo XX los futuros se fueron extendiendo hacia otros productos tales como el oro, plata, petróleo, etc. Posteriormente, en el año 1972, se produjo una innovación importante al comenzar a transar futuros sobre activos financieros (índices de acciones, instrumentos de renta fija, monedas extranjeras, etc.) La introducción de los futuros financieros resultó ser un elemento clave que impulsó un fuerte crecimiento de las Bolsas que transaban futuros y la creación de nuevas Bolsas en varios países del mundo dedicadas principalmente a estos productos.

Desde sus orígenes en el siglo XIX, las transacciones de futuros han experimentado importantes cambios en relación a la estructura del negocio, a los riesgos implícitos y a las prácticas mercantiles que involucran.

Sin duda que la diferencia más relevante se refiere a que en sus inicios los futuros operaban sobre la base de la entrega de bienes físicos. En la actualidad esto casi no ocurre, pues las partes prefieren liquidar sus obligaciones mediante una operación inversa a la que habían realizado con anterioridad. De esta forma, estos Mercados han derivado de ser centros de transacción de productos físicos a centros de comercio financieros en los que la operación consistente en comprar y vender productos ha sido desplazada a un segundo plano, siendo la finalidad principal evitar el riesgo financiero producto de la mayor o menor volatilidad de los precios de los bienes en juego.

Nuestro país no ha estado alejado de estos fenómenos de innovación financiera. Desde el año 1990 funciona en la Bolsa de Comercio de Santiago un mercado de contratos futuros de dólares y en abril del año 1991 comenzaron a operar contratos futuros de índices accionarios, específicamente el IPSA.

Desde esa fecha hasta la actualidad ha evolucionado considerablemente el Mercado de Futuros en Chile, realizándose operaciones *forward* dólar- UF y *forward* dólar-peso. A partir del año 1999 se han iniciado transacciones de instrumentos derivados de tasas de interés (principalmente por parte de instituciones bancarias). Del mismo modo en septiembre del año 2002 se aprobó el uso de derivados en instrumentos de renta fija.

Toda esta evolución ha sido respaldada por el marco legal necesario para llevar a

cabo estas operaciones, a la cual nos referiremos durante el transcurso de nuestro trabajo.

2.- DEFINICIÓN Y ASPECTOS BÁSICOS.

“Mercado de Futuro es aquel Mercado en el cual se transan contratos de compra y venta de productos, instrumentos financieros, moneda extranjera, en donde las partes involucradas en la transacción adquieren el compromiso de entregar y recibir, respectivamente, en una fecha predeterminada una cierta cantidad de bienes”.¹

En la práctica, sólo un pequeño porcentaje de todos los contratos que se transan en este mercado de futuros llegan a vencimiento, dado que en cualquier momento antes de esa fecha, el compromiso de comprar o vender puede ser extinguido realizando la operación inversa en la Bolsa. En ese caso, la diferencia en el precio al que fue abierto el contrato y el precio al que se realizó la operación inversa representa la utilidad o pérdida de su participación en futuros.

El fin primordial de un Mercado de Futuros es brindar un mecanismo eficiente de protección de precios para personas o empresas sujetas a fluctuaciones adversas de precios en sus activos más importantes. En suma, los Mercados de Futuros hacen posible la transferencia de riesgos, que en su ausencia deberían asumir los propios agentes económicos.

Dentro de este Mercado se transan los llamados Instrumentos derivados, los cuales se clasifican en: Futuros, *Forwards*, Opciones y *Swaps* (a ellos nos referiremos en específico en los siguientes capítulos de nuestro trabajo). Ahora sólo nos abocaremos a conceptualizar y definir ciertos aspectos básicos de estos instrumentos.

Los derivados financieros pueden ser definidos, en términos generales, como aquellos instrumentos que derivan de otros existentes en el mercado, los cuales comprenden un grupo de operaciones, sea de futuros, opciones, intercambios de tasas de interés, de tipos de cambio, etc. En definitiva, los derivados no son más que hipotéticas operaciones que se liquidan por diferencias entre el precio de mercado del subyacente y el precio pactado.

Son productos destinados a cubrir los posibles riesgos que pueden presentarse en cualquier operación financiera, estabilizando y por tanto concretando el costo financiero real de la operación.

Por el hecho de que estos instrumentos derivan de otros, su valoración dependerá del precio del activo que subyace a ellos. Los principales activos subyacentes a un instrumento derivado son:

Commodities.

Anteriormente se consideraban tales aquellas mercancías que abastecían a los sectores primarios de la economía, que no tenían elaboración alguna, y que servían de

¹ PARADA Daza, Rigoberto. *Mercados de Futuros financieros y de Opciones*. Ed. Andrés Bello, Santiago. 1993, p. 13.

base a los intercambios derivados del comercio industrializado.

Una visión más actual considera dentro de esta categoría a los productos, sean o no elaborados. Lo determinante para considerarlos *Commodities* es que sean homogéneos, es decir, que respondan a ciertas clasificaciones y especificaciones técnicas, a fin de poder intercambiarlos y considerarlos de la misma manera donde quiera que sean objeto de alguna operación.

Moneda Extranjera.

Con el fin de poder realizar pagos en distintos países, dado que cada uno tiene su propia moneda y medios de pago, se ha elaborado un sistema que facilita el intercambio y que determina la medida exacta en que se valoran las diferentes monedas de los diferentes países. Es el denominado "Sistema de Medios de Cambio", esto es, la relación que existe entre la moneda nacional y la extranjera.

Tasas de Interés.

En términos bastante generales, podemos decir que el interés es el precio del dinero y su expresión está determinada por un porcentaje de la suma que va a ser prestada y por una determinada unidad de tiempo, las cuales varían por diversos factores.

Realizar intercambios respecto a ellas, fijarlas a futuro, acceder a tasas más ventajosas, son algunas de las funciones que los instrumentos derivados cumplen con respecto a estos activos.

Índices.

Puede ser definido como una cifra que contiene toda la información que pueda tomar una variable en el tiempo, la que se expresa en relación con alguna base que toma el valor de 100. En definitiva, son indicadores económicos.

Existen básicamente tres clases de índices :

- Índices de precios, como el I.P.C. o índice de precios al consumidor.
- Índices de cantidad o volúmenes como el Índice de Producción Industrial.
- Índices de valor, que reflejan el promedio ponderado del valor monetario de una determinada variable en un período dado (son una combinación de los dos anteriores). Podemos citar como ejemplo a los índices accionarios que representan la actividad bursátil en un determinado lugar.

3.- OPERATORIA O FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE.

Antes de comenzar con nuestro análisis del funcionamiento del Mercado de Futuros que opera dentro de la Bolsa de Valores, debemos hacer presente que también existe un Mercado de Futuros que opera fuera de ella y al margen de su normativa.

Este Mercado ha sido denominado Mercado “*Over The Counter (OTC)*”, que actualmente tiene una importante aplicación práctica en nuestro país, a diferencia de lo que ocurre con el Mercado de Futuros bursátil, que no ha tenido el mismo éxito. En los capítulos finales del presente trabajo nos referiremos a los hechos descritos e intentaremos explicar sus causas y posibles soluciones.

Cuando hablamos de Mercado “*Over The Counter*” nos estamos refiriendo a toda operación no estandarizada que se realice fuera del contexto de una Bolsa organizada y sin la existencia de un mecanismo de compensación. Este Mercado no establece limitaciones en los productos o mercaderías a negociar y los contratos se ajustan a cada operación en concreto, normalmente tomándose como referencia contratos marco que previamente han sido consensuados por los operadores del Mercado.

Las operaciones recién descritas comprenden a los contratos *Forwards, Swaps* y Opciones OTC.

Operaciones dentro de la Bolsa.

Con el fin de lograr un buen funcionamiento de los Mercados de Futuros se han adoptado una serie de mecanismos operacionales para celebrar estos contratos. En la siguiente parte de nuestro trabajo intentaremos entregar una breve descripción de como funciona este sistema en Chile.

Si un particular quiere realizar operaciones de esta naturaleza debe, primeramente, celebrar un convenio con un Corredor de la Bolsa de Santiago (el reglamento de los Mercados de Futuro exige que el particular actúe a través de un solo Corredor para todas las operaciones que realice dentro de este Mercado).

Una vez realizado este trámite, la persona interesada debe dar las órdenes de compra o venta al Corredor y suministrar los fondos necesarios para cubrir el margen inicial que exige la Cámara de Compensación. Estos depósitos o márgenes tienen por objetivo garantizar el cumplimiento de los contratos y mantener la liquidez del sistema, por cada transacción a futuro que realice un cliente, éste deberá dejar como garantía un porcentaje del valor del contrato. Este margen puede ser cancelado con dinero, o bien con otros activos y constituirá una prenda o garantía del cliente a favor del Corredor. Con el fin de no encarecer el sistema, por lo general, este margen produce un interés en beneficio del cliente. Los Corredores, a su vez, deben traspasar estos márgenes a la Cámara de Compensación.

No obstante, la libertad para negociar no es absoluta, ya que existen numerosas restricciones, siendo una de las más importantes la limitación en el número de intereses abiertos que una misma persona puede mantener (valor absoluto que resulte de la diferencia entre los intereses abiertos de compra y los intereses abiertos de venta). Si se sobrepasa dicho límite, la Cámara de Compensación cerrará los intereses que se encuentren sobre el porcentaje permitido.

Los Corredores harán sus negociaciones en los sistemas que autoriza la Bolsa de Comercio. Si se produce acuerdo (esto ocurre cuando las ofertas de signo contrario coinciden), debe registrarse en la Cámara de Compensación. En este momento, el contrato queda firme y obliga a ambas partes.

Al cierre de las negociaciones, la Bolsa definirá el precio de cierre, el cual podrá ser cambiado en caso de que sea fruto de irregularidades y no del normal funcionamiento del mercado. Esto ocurre en los siguientes casos:

Cuando se produce una significativa diferencia entre el precio de cierre y el que opera en el Mercado.

Si no se fundamentan con información calificada las variaciones de precios anotadas.

Que el precio de cierre sea poco representativo del Mercado de Futuro o del Mercado Contado del activo objeto, y

Que el precio de cierre sea utilizado con propósitos extrabursátiles.

A fin de prevenir variaciones muy bruscas en los precios de los activos que se transan, el reglamento dispone que la Bolsa fijará para cada uno de los activos un límite máximo de variación de los precios, basándose en el precio de referencia del día anterior.

Luego de realizadas las correcciones y anulaciones correspondientes, los Corredores deben proceder a registrar en la Cámara de Compensación todas las operaciones realizadas durante el día y que se encuentren vigentes, al hacerlo, deben proporcionar la información necesaria y entregar el dinero o valores necesarios para completar los márgenes iniciales.

Una vez realizados los registros correspondientes, la Cámara realizará un análisis de los movimientos a fin de calcular las pérdidas y ganancias producidas en base al precio en que fueron ejecutadas las operaciones. De este resultado dependerá si el cliente deberá o no abonar, a través de su Corredor, dinero a la cuenta corriente para completar los márgenes o si, por el contrario, puede retirar dinero de la subcuenta disponible en caso de que se produzcan ganancias.

Si la operación tiene como resultado un saldo en contra, el Corredor debe enterarlo en la Cámara de Compensación antes de las 10:00 horas del día hábil siguiente a aquel en que se produjeron. Si, por el contrario, la operación tiene como resultado un saldo a favor, éste puede ser retirado, o bien, mantenido con cargo a futuros abonos que deban realizarse producto de otras operaciones que se lleven a cabo con posterioridad.

En caso de que el cliente no cumpla con las mencionadas obligaciones, la Cámara podrá cerrar los intereses abiertos que sea necesario a fin de cubrir las pérdidas.

Estas operaciones a futuro tienen una fecha determinada de vencimiento, la cual es determinada por la Cámara de Compensación para cada activo que se transe. Sin embargo, puede ser que un contrato sea liquidado antes de su vencimiento (al liquidarse un contrato se cierran todo o parte de los intereses abiertos que una persona posea en un determinado instrumento).

Una operación se liquida en forma anticipada celebrando un contrato igual al que dio origen al interés abierto, pero de signo contrario, esto es, si antes se compraba ahora se vende y si antes se vendía ahora se compra. La principal razón de porque se liquida anticipadamente un contrato radica en que se han producido cambios favorables en el precio que hacen más rentable esta operación.

La liquidación al vencimiento es la forma natural, pero la menos usada en la práctica,

pues sólo representa una forma de protegerse ante los cambios del precio del activo que se negocia. Si se elige este tipo de liquidación, hay dos formas de realizarla:

Por entrega: En este caso la Cámara se encarga de regular la forma y el lugar en que se realizará. Sin embargo es una forma poco práctica de hacerlo y se opone a la rapidez que deben tener estas transacciones, por eso es la forma menos usada por los clientes.

Por diferencias: Se compara el precio base al cual se encuentran valorizados los contratos con el precio de vencimiento (precio del bien en el Mercado). Luego se hace un cálculo de las ganancias o pérdidas de los intereses abiertos, lo que se cargará o abonará a la cuenta corriente y se procederá a disminuir el margen.

CAPÍTULO II: INTERVINIENTES EN LOS MERCADOS DE FUTUROS.

1.- DENTRO DE LA BOLSA.

Los participantes en los Mercados de Futuros pueden agruparse en tres categorías, además de la relevante intervención de la Bolsa de Valores:

1.1. El Cliente.

Es aquella persona que participa en el Mercado de Futuro con la finalidad de vender o comprar ciertos activos, sea con fines especulativos, o bien, de reducción de riesgos.

Según disponen las condiciones generales para los Mercados de Futuros de la Bolsa de Comercio de Santiago, las obligaciones y derechos del cliente se regirán (además de la Ley de Mercado de Valores), por las siguientes normas:

Reglamento general de los contratos de futuro de la Bolsa de Comercio;

En forma supletoria, por las normas generales, reglamentos, circulares e instrucciones de la Bolsa o Cámara de Compensación;

Por las normas que se dicten a futuro, que complementen, modifiquen o deroguen las normas señaladas anteriormente;

Por los estatutos y reglamentos de la Bolsa y la Cámara de Compensación.

A la señalada normativa, evidentemente debemos agregar la legislación civil y mercantil en cuanto sea aplicable.

Los particulares que participan en estos Mercados pueden agruparse en dos grandes categorías:

Hedgers.

“Son inversionistas que desean protegerse de los riesgos motivados por las fluctuaciones en los precios en los Mercados físicos”.²

Su finalidad última es precaverse de los cambios de precios que puedan perjudicarlos. Operan de la siguiente forma: Cuando consideran que un precio los favorece, acuden al Mercado para asegurarlo, disminuyendo así las pérdidas y, asumiendo también, el riesgo de que en el futuro se demuestre que hubiera sido más conveniente o rentable no celebrar ese contrato. Por eso, puede decirse que sienten aversión al riesgo.

Como ya hemos señalado, los Mercados de Futuro constituyen un excelente mecanismo para el traspaso de los riesgos y los hedgers lo llevan a cabo.

Especuladores.

Son agentes que buscan anticiparse a los cambios en los precios y obtener ganancia de la compra y posterior venta, o venta y posterior compra, de contratos de futuro. No acuden al Mercado con el objetivo de salvaguardarse de las fluctuaciones de precios de un activo que ellos requieran para sus negocios, sino que asumen el riesgo de fluctuaciones de precios, con la idea de obtener ganancias de capital. Así, si se advierte que el precio de un activo subirá, el inversionista comprará determinada cantidad de ese activo y al vencimiento del contrato, o antes, venderá cuando el precio ya haya subido.

Los especuladores son agentes económicos que desempeñan una labor fundamental, porque están dispuestos a tomar riesgos que otros agentes no quieren o no pueden enfrentar, así contribuyen de manera decisiva al desarrollo de estos Mercados de Futuro:

1.- Permiten que los mercados sean más líquidos eficientes y efectivos, ya que, gracias a su intervención, existirá un número importante de compradores y vendedores dispuestos a ingresar al Mercado.

2.- Reducen la volatilidad de los precios. Esto ocurre, ya que frente a una caída brusca de los precios siempre aparecerán especuladores dispuestos a comprar, dando origen a un poder comprador que impide las caídas infinitas de estos precios.

Del mismo modo, cuando los precios experimentan alzas demasiado importantes, aparecerán especuladores vendiendo, creando así un poder vendedor que revertirá la tendencia al alza.

² Ibid, p. 15.

3.- Proporcionan información al mercado. El precio de los valores cotizados en la Bolsa es producto de la información de que disponga el Mercado respecto de los mismos. De este modo, al permitir la actuación de los especuladores, se está logrando que toda la información existente se traspase al mercado aceleradamente.

Además, y en relación con este punto, podemos decir que la presencia de especuladores constituye un incentivo a la obtención de información, pues quienes son eficientes en ello, son los que obtienen mayores ganancias.

El problema que podría producirse en relación a este tema sería que, en ciertas ocasiones, es difícil distinguir si el que contrata en Mercados de Futuros lo hace para precaverse de una posible fluctuación de precios, o lo hace para obtener una ganancia producto de ella.

La importancia de esta diferencia radica en que la propia legislación de futuros se refiere a esta distinción. Ello ocurre en el punto 3.7 del reglamento que dice “la Bolsa establecerá montos máximos de intereses abiertos que pueden existir sobre un instrumento en el mercado en general y además de parte de los corredores y sus clientes”. Esto indica que cada cliente puede mantener sólo un monto limitado de estos intereses sobre cada instrumento y, si sobrepasa dicho límite, la Cámara procederá a cerrar el exceso. Sin embargo, la letra f dispone que la Cámara podrá excluir del cálculo aquellas operaciones que tienen por único fin cubrir riesgos de variaciones de precios en el Mercado del activo objeto.

1.2. Intermediarios (Corredores de Bolsa).

Son aquellos que hacen posible la entrada de los particulares a este mercado. En nuestro país este rol es desempeñado por los Corredores de Bolsa, siendo su función básica la representación de los particulares ante los organismos correspondientes. Nos parece interesante recalcar la idea de que el Corredor sólo “representa” al particular que requiere de sus servicios, esto es, en los contratos aparece como parte el cliente, quien puede ser compelido, incluso, por medio de apremios al cumplimiento de sus obligaciones. Esto no ocurre en otras legislaciones, como por ejemplo, el sistema español, donde los Corredores actúan por cuenta del cliente, pero a nombre propio ante el Mercado.

Según lo dispone el punto 8 del reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, los Corredores que deseen operar en este Mercado deben firmar, previamente, un convenio de operación con la Bolsa y con la Cámara de Compensación. En ese mismo documento deben pactarse las condiciones generales de operación, comprometiéndose el Corredor a respetarlas y cumplirlas.

El punto 8 del reglamento agrega “el Corredor, por el sólo hecho de ser aceptado como operador en los Mercados de Futuros, se constituye en fiador y codeudor solidario de todos los clientes que represente ante la Cámara en estas operaciones, razón por la cual deben tomar los resguardos necesarios frente a sus clientes, por los cuales responde”. A fin de obtener garantía de que los contratos efectivamente se van a cumplir, los corredores exigen a sus clientes un depósito para cubrir posibles pérdidas por variaciones negativas de los precios. Este depósito recibe el nombre de margen, el cual

puede ser cancelado en efectivo o en otros valores.

Además, los Corredores deben firmar con sus respectivos clientes las condiciones generales de los contratos de futuros, al menos con un día hábil de anticipación al día en que se coloca la primera orden de compra o venta en el Mercado.

Las comisiones que los Corredores cobren a sus clientes se acuerdan libremente entre ellos. No obstante, si nada se dice sobre el monto a cobrar, se entenderá que se aplica al cobro el monto que habitualmente cobra el Corredor para operaciones similares (remisión explícita a la costumbre).

1.3 La Cámara de Compensación.

La Cámara de Compensación constituye una entidad jurídica diferente a la Bolsa de Valores. Se constituye en conformidad con lo dispuesto en los Artículos 126 y siguientes de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas, debiendo sus estatutos ser aprobados por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Su origen está íntimamente vinculado a los contratos de futuros. En efecto, se crea con el fin preciso de actuar como mediadora entre las partes, de modo que se transforman en contraparte de cada operación de futuro. Esto significa que, una vez alcanzado el acuerdo entre las partes (cuando hay compra y venta de un mismo instrumento al mismo precio), se produce una subrogación, por la cual la Cámara es la parte vendedora para el comprador y la parte compradora para el vendedor. Teniendo en cuenta esta función básica podemos advertir que, si bien en la práctica las partes contratantes son dos particulares, en estricto sentido jurídico las partes son, el particular o cliente, representado por un Corredor de Bolsa, y la Cámara de Compensación.

Además de esta función básica, a la Cámara corresponde, entre otras funciones:

Administrar y controlar las operaciones, los intereses abiertos, cuentas corrientes, márgenes o saldos disponibles y liquidaciones que se efectúen. Esta función consiste, básicamente, en determinar a diario el saldo de las operaciones realizadas y calcular los márgenes correspondientes, abonándolas en cuenta cuando sean positivas o cargándolas en caso contrario.

Emitir y registrar los contratos. Cada contrato se registra dos veces, por el Corredor-comprador y por el Corredor-vendedor. Estos registros son enviados a la Cámara, la que al cierre de las posiciones procede a comprobar que los contratos tengan registro de compra y de venta.

Recibir los márgenes iniciales.

Actualizar diariamente el valor de los intereses abiertos.

Cerrar posiciones que no cumplan los reglamentos.

Liquidar contratos. Ésta puede ser más o menos compleja según el número de activos que deban entregarse.

Recibir las garantías y hacerlas efectivas. Esto se realiza exigiendo a los Corredores que efectúen depósitos con el objeto de absorber pérdidas por fluctuaciones

desfavorables de precios. Cuando sea necesario hacer efectivos dichos márgenes, la Cámara los realizará extrajudicialmente, actuando sin limitaciones, pero rindiendo cuenta como encargada fiduciaria de su contraparte. Lo anterior es sin perjuicio de lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores.

1.4 La Bolsa de Valores.

La Bolsa de Valores está definida en el Artículo 38 de la Ley 18.045 como “entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley”.

En lo que toca a su participación en los Mercados de Futuros, debemos tener en cuenta la idea de que, junto con la Superintendencia de Valores y Seguros, es el órgano con más importancia y autoridad en el desarrollo del Mercado de Futuros. Debido a esta circunstancia, es que posee bastante injerencia en las transacciones de derivados, a saber:

Tiene facultad normativa, ya que es la encargada de dictar el reglamento que establece toda la operatoria de estos Mercados.

El directorio de la Bolsa de Valores, autorizado por la Superintendencia, define los activos sobre los cuales se podrán negociar los instrumentos derivados, además de su cantidad, calidad y demás requisitos y características. Esto con el fin de estandarizar los contratos.

Corresponde a la Bolsa determinar el precio de cierre del día para cada instrumento. El reglamento permite que el director de la Bolsa modifique el precio de cierre, según las normas, y en las circunstancias que él determina.

La Bolsa está facultada para suspender la negociación de futuros sobre un activo determinado si las condiciones del Mercado así lo requieren.

La Bolsa debe fijar, para cada uno de los activos, el límite máximo de variación diaria que pueden tener los precios de los contratos que versen sobre esos instrumentos. Todo esto en función del precio de referencia que registre el instrumento el día anterior.

La Bolsa está facultada para exigir márgenes especiales a determinados clientes o a grupos de ellos, cuando estime que hay dudas sobre su solvencia, o circunstancias que puedan impedir el pago de las obligaciones contraídas por ellos, en aquellos casos que el Corredor no otorgue las garantías necesarias.

En cuanto a la remuneración que percibe la Bolsa en estas operaciones, el reglamento de Mercados de Futuro dispone que los derechos de la Bolsa son definidos por el directorio de ésta, según el activo que se transe, sin perjuicio de las operaciones por cuenta propia, excluidos los mandatos a nombre propio, que los Corredores efectúen en los Mercados de Futuros, que están exentas de pagar derechos a la Bolsa.

2.- FUERA DE LA BOLSA.

En estas operaciones, a diferencia del caso anterior, las únicas partes serán el comprador y el vendedor, o más bien dicho, oferentes y demandantes. Los oferentes incluyen a los intermediarios de valores (operando fuera de la Bolsa) y bancos comerciales (también operando fuera de la Bolsa). En la práctica, los intermediarios de valores operan como oferentes de *forwards* para pequeños importadores y exportadores.

Por otra parte, los demandantes incluyen a inversionistas institucionales (bancos comerciales para cubrir sus propios riesgos, las AFP, Compañías de Seguros, de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión), empresas e individuos.

La diferencia más notoria y fundamental es que no hay intervención de la Cámara de Compensación. Por este motivo, se puede decir que las partes son las mismas que participan en un contrato de compraventa.

En la actualidad no se transan instrumentos derivados en la Bolsa de Comercio, a pesar de existir la estructura legal y operativa necesaria para ello.

CAPITULO III: INSTRUMENTOS TRANSADOS EN EL MERCADO DE FUTUROS.

A este respecto es necesario hacer una distinción previa a efectos de realizar el análisis particular de cada uno de estos instrumentos, entre los que son transados dentro de la Bolsa y *Over the Counter* (OTC).

1.- DENTRO DE LA BOLSA.

A.- CONTRATO DE FUTURO.

1.- Naturaleza Jurídica.

Al investigar antecedentes sobre futuros, hemos constatado que la mayor parte de la bibliografía obedece a áreas económicas, financieras y administrativas. En el ámbito del derecho propiamente tal, las opiniones en cuanto a la naturaleza jurídica de este tipo contractual son contradictorias, sin embargo, analizando la información obtenida hemos

podido formarnos una opinión al respecto.

Tomando en consideración lo señalado tanto en la legislación como en la doctrina española consultada, ambas parecen coincidir en que los futuros serían contratos de promesa de compraventa. En este sentido se pronuncia Agustín Madrid, señalando que los contratos de futuros son “aquellos por los que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato”.³ Asimismo el Reglamento del Mercado Español de Futuros Financieros MEFF Renta Fija los define como un “contrato normalizado a plazo, por el cual, el comprador se obliga a comprar el activo subyacente y el vendedor a venderlo a un precio pactado (Precio de Futuro) en una fecha futura (Fecha de Liquidación)”.⁴

Si adhiriéramos a la posición española, no podríamos dar cumplimiento a las exigencias que el Código Civil plantea en el Artículo 1554 N° 1, específicamente en cuanto a “que el contrato de promesa conste por escrito”. Esto porque en nuestro sistema la única formalidad del contrato no es la escrituración, sino que una mera anotación contable a través del Registro en la Cámara de Compensación.

Ahora bien, en nuestro propio derecho, tanto en la legislación como en la doctrina que se ha ocupado de este tema, existen posiciones contradictorias. Un sector aparentemente mayoritario estaría de acuerdo en señalar que el contrato de futuro sería una forma altamente institucionalizada de compraventa con entrega aplazada, por lo que podríamos señalar que se trata de un “contrato de ejecución diferida” que se celebra en un momento, pero su cumplimiento se produce en un tiempo distinto. El precio y la fecha en que éste debe completarse se determinan al celebrar el contrato, pero el pago y la entrega de la cosa se efectúan en un momento distinto, siempre que no se verifique la liquidación del mismo antes de su vencimiento, celebrando un contrato de signo contrario.

Para justificar esta posición, se señala que las principales características del contrato son “modalidades” de esta compraventa. Dentro de ellas estaría la Cámara de Compensación, que garantiza el cumplimiento de los partícipes en el Mercado adoptando el rol de comprador frente a los vendedores, y de vendedor frente a los compradores. Sabemos que en cada transacción hay dos partes, una compra, la otra vende, una vez que determinan el precio acuden a la Cámara de Compensación a registrar su operación. A pesar de ésta y otras peculiaridades, bastantes difíciles de justificar, señalan que no se alteraría la naturaleza jurídica de contrato de compraventa, en términos de existir un vendedor que se obliga a entregar un bien específico y determinado en un plazo cierto, y un comprador que se obliga a pagar un precio también determinado, sea al celebrar el contrato o en un momento posterior.

Para confirmar lo anterior, recurren a párrafos específicos de nuestra legislación, señalando que es explícita en esta materia, debido a que en el artículo 154 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores al referirse a la Cámara de Compensación como “...contraparte de todas las compras y ventas de contratos de futuros...”. Del mismo modo

³ MADRID Parra, Agustín. *Contratos y Mercados de Futuros y de Opciones*. Ed. Tecnos S.A. Madrid, 1994, p. 48.

⁴ Reglamento del Mercado Español de Futuros Financieros, MEFF Renta Fija.

el Reglamento General de los Mercados de Futuros de la Bolsa de Valores establece en su punto 1.2 “Definición: Mercado de futuro es aquél en el cual se negocian contratos estandarizados de compraventa de un activo previamente definido,”

También buscan fundamentos en un importante tratadista respecto al tema, ya que dentro de nuestra doctrina Rigoberto Parada al definir los Mercados de Futuros señala que es aquél “en el cual se transan contratos de compra y venta de productos, instrumentos financieros y monedas extranjeras....”.

Todas las justificaciones anteriores nos parecen un tanto forzadas. Últimamente, han surgido nuevas opiniones al respecto, las cuales se manifiestan partidarias de considerar a los futuros como contratos innominados, debido fundamentalmente a que su estructura no obedece a las categorías típicas de nuestro Código Civil. Nosotras consideramos más acertadas estas posiciones, las cuales sabemos deben ser más afinadas.

Al hablar de futuros nos referimos a operaciones o negocios financieros, estas operaciones son complejas, integradas por variados actos y contratos cuya finalidad, en general, es la cobertura. Existe un contrato de mandato entre el particular y el Corredor (agente autorizado para actuar en la Bolsa); hay un pacto o acuerdo entre las partes en cuanto al precio del contrato de futuro, quienes concurren a la Cámara a registrar su operación; también encontramos contratos de garantías como el margen inicial para participar en este mercado; un convenio general de operación en el mercado de derivados suscrito entre la Bolsa y los Corredores; la constitución de una cuenta corriente, la que se ajusta diariamente, entre otros, ya que debemos tener en cuenta que no son las únicas transacciones que pueden efectuarse.

Ahora, en cuanto a definir si esta operación es civil o mercantil, es claro que obedece a esta última categoría debido fundamentalmente a que se encuentra comprendida dentro del artículo 3 N° 12 del Código de Comercio, en cuanto son actos de comercio “las operaciones de Bolsa”, y como sabemos, los contratos de futuros son altamente estandarizados y su transacción se realiza en la Bolsa. Además, estos contratos están sometidos a una normativa eminentemente comercial como es la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y el Reglamento General de Mercados de Futuros de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Esta categorización no merece dudas respecto a la Bolsa, a los Corredores y a la Cámara de Compensación, sin embargo, en cuanto a los clientes será civil o comercial atendiendo a la Teoría de lo Accesorio, siendo necesario verificar si el giro principal de los negocios consiste en una actividad civil o comercial.

Al clasificar el contrato de futuro propiamente tal, atendiendo las categorías del Derecho Civil, podemos señalar que se trata de un contrato:

Solemne, ya que si bien basta el consentimiento de las partes en relación a los elementos básicos del contrato, es preciso para que se entienda celebrado el asiento contable y registro de la operación en la Cámara de Compensación.

De ejecución diferida, las partes contraen obligaciones desde su celebración, como la constitución del margen inicial en cuenta corriente y la obligación de completar los saldos producto de la variación diaria. Aún así la obligación de entrega queda supeditada

a un plazo. Podemos señalar que la ejecución de las obligaciones que emanan del contrato se desarrollan a través del tiempo, hasta el día de la liquidación.

Principal, ya que subsiste por sí mismo sin necesidad de otra convención, es más, tiene la particularidad de dar origen a un contrato accesorio, cual es la cuenta corriente mercantil entre el cliente y la Cámara de Compensación.

Bilateral, generando obligaciones recíprocas para las partes.

Estandarizado, debido a que los términos están prefijados en el Mercado en que se negocian, quien contrata sólo varía el precio.

Oneroso, tiene por objeto la utilidad de ambas partes, gravándose una en beneficio de la otra.

De adhesión, ya que es común que no sea posible su modificación por los posibles contratantes, salvo en cuanto al precio y al número de contratos que desean celebrar.

Compensable, ya que la Cámara de Compensación realiza liquidaciones diarias, determinando ganancias y pérdidas para cada contrato.

2.- Características.

2.1. Estandarización. Se fijan las características del bien transado, determinando la cantidad y calidad del activo subyacente y una fecha de entrega predefinida, lo que tiene como objeto dar mayor liquidez al mercado, facilitando las actividades comerciales.

Debido a esta alta uniformidad, los partícipes del mercado conocen qué se ofrece y los términos de la transacción. En el fondo lo que se hace es simplificar procesos e integrar usuarios, incrementando los volúmenes de contratación reduciendo sus costos.

Los futuros son contratos altamente homogéneos, permitiendo el desarrollo de negociaciones en el Mercado, las que tienen por objeto su circulación ya que raramente se mantienen en manos de un inversionista hasta su vencimiento.

2.2. Se transan en una Bolsa. Siempre se transan en Mercados organizados “Bolsa de Futuros”, en las que las operaciones son altamente reguladas. Hay una actuación y cotización abierta en el Mercado en las horas oficiales dentro de las ruedas. Esto contribuye a la transparencia del Mercado ya que las ofertas de compra y venta se hacen a todos los presentes. Los Corredores actúan como comisionistas (*broker*) u operando sus propias cuentas (especuladores). Ahora, quienes operan a través de un *broker* pueden ser especuladores (su objeto es obtener ganancias) o *hedger* (buscan reducir riesgos de su giro principal).

2.3. Interviene una Cámara de Compensación. Tiene por objeto asegurar el funcionamiento uniforme de las transacciones de contratos de futuros, en el fondo que los partícipes cumplan sus obligaciones.

Actúa como intermediaria, tomando el rol de comprador frente a cada vendedor y de vendedor frente a cada comprador, por lo que para algunos operaría una verdadera subrogación personal. Ambas partes del contrato tienen derechos que exigir y obligaciones frente a la Cámara de Compensación, quien asume el rol de parte directa de todos los contratos. “Si bien la Cámara es jurídicamente parte de los contratos,

económicamente ellos se celebran entre los participantes del mercado”.⁵

Como son contratos que se desarrollan en el tiempo, la Cámara de Compensación da seguridad y garantías, limitando los problemas de confianza.

Sus roles, en definitiva, son despersonalizar las transacciones interponiéndose entre los participantes del contrato y controlar el cumplimiento de éstas.

2.4. Sistemas de márgenes. El margen inicial permite participar en el Mercado y deben cumplirlo ambos contratantes, corresponde a un porcentaje del valor total de los contratos que envuelve la respectiva operación, y se registra en la cuenta corriente mercantil que se abre para estos efectos.

Luego se debe cumplir con márgenes complementarios según la evolución de los precios en el Mercado, efectuándose liquidaciones parciales día a día, disminuyendo o aumentando de esta forma la garantía depositada inicialmente.

La liquidación definitiva se produce al cierre de todos los intereses abiertos del cliente.

2.5. Variación de precios diaria máxima. Esto se cumple cerrando las transacciones si es que el precio llega a la variación máxima preestablecida, cálculo que se efectúa teniendo como referencia el precio del día anterior. Este sistema denominado “límites de precios”, permite garantizar buenas operaciones (se mantienen atadas las tendencias alcistas o de baja), limitando las pérdidas (se frenan los desajustes demasiado grandes).

Hay además, una reliquidación o compensación diaria de las posiciones (se registran ganancias o se pagan pérdidas el día que se producen), así, el precio base de cada contrato al iniciar una operación se ajusta diariamente al precio real del Mercado.

2.6. Fechas rígidamente fijadas para entrega y pago. Los contratos tienen una fecha estándar de vencimiento, determinada por la Cámara de Compensación, para cada activo en particular, pero el contrato puede liquidarse o terminar antes del vencimiento, celebrando un contrato idéntico pero de signo contrario. El inversionista sale del mercado de futuros cerrando posiciones contrarias a las que tiene, compensando las diferencias.

Si se liquida a su vencimiento puede ser por diferencias o por entrega, en los términos expuestos anteriormente.

3.- Elementos.

En este punto nos limitaremos a analizar aquellos que a nuestro juicio son principales:

3.1. Consentimiento. Se refiere al concurso de voluntades en torno a los elementos esenciales del contrato, o sea cosa y precio. Sin embargo, al tratarse de un contrato altamente estandarizado y reglamentado se presentan ciertas circunstancias particulares, como:

Por ser un contrato de adhesión, las partes sólo pueden elegir el precio y la cantidad de contratos, por lo tanto su voluntad está condicionada a la reglamentación y a las ofertas existentes, sea en cuanto a las fechas de vencimiento de los contratos, cantidad

⁵ ENGLER Palma, María Cecilia. *“Mecanismos Jurídicos de Administración de Riesgos”*. Ed. Jurídica Conosur. 1997, p. 32.

del activo o producto en cada contrato a transar, calidad de éste, entre otros.

Si bien los contratantes manifiestan su voluntad al acordar el precio, el contrato se perfecciona con el registro de la operación en la Cámara de Compensación, es decir en un momento distinto al de la formación del consentimiento.

Debido a la existencia de intermediarios “Corredores de Bolsa”, compradores y vendedores manifiestan su voluntad indirectamente, incluso sin conocer a su contraparte, ya que quienes actúan son sus mandatarios.

Se produce una especie de subrogación personal por parte de la Cámara de Compensación.

3.2. Objeto. Los contratos de futuros son estandarizados respecto a una determinada cantidad del activo subyacente que representan, el cual se encuentra altamente precisado en cuanto a calidad, especificaciones técnicas, y otros. Tenemos un objeto variado, que da origen a distintos tipos de contratos de futuros, los que son analizados en el punto siguiente.

3.3. Precio. Es el único elemento respecto al cual las partes pueden negociar libremente, una vez que éstas llegan a acuerdo deben registrar su operación en la Cámara de Compensación. Desde ese momento el precio se encuentra determinado, sin embargo, éste se ve alterado por el límite máximo de variación de precios que determina la Bolsa, y por los márgenes iniciales; tanto límites como márgenes, cumplen un papel fundamental para la seguridad y liquidez del mercado.

4. - Tipos.

De lo expuesto en la primera parte de este trabajo sabemos que los contratos de futuros sobre materias primas, metales preciosos y productos agrícolas que se transan en el mundo tienen más de dos siglos de historia, sin embargo, en lo relativo a productos financieros, la negociación comienza sólo hace dos décadas, lo que ha significado un crecimiento extraordinario para estos mercados debido a que existen nuevos contratos sobre tipos de interés a corto, mediano y largo plazo, sobre divisas y sobre índices bursátiles.

Otro fenómeno derivado de la diversidad de productos que es posible transar, y que en definitiva serán objeto de los contratos de futuros, está dado por la especialización de los Mercados, en donde es cada vez más común encontrar Mercados destinados a la transacción de productos específicos y sus derivados (ejemplo *New York Mercantile Exchange*, NYME, que cubre contratos de futuros en platino, paladio y energía, sea petróleo crudo, gasolina u otros; Mercado Español de Futuros Financieros, MEFF, en el que se negocian derivados sobre tipos de interés, índices bursátiles y acciones; Bolsa de Algodón de *New York*).

En atención a estos antecedentes es posible realizar una clasificación de los contratos de futuros atendiendo a la naturaleza del bien transado, o dicho de otro modo, los contratos de futuros pueden suscribirse sobre los siguientes productos⁶ :

⁶ En esta parte seguimos la clasificación efectuada por Parada Daza, Op. cit. p.18.

4.1. Contratos de futuros de productos. Antes de analizar este punto debemos precisar que al referirnos a futuros de productos o “*commodities*” atendemos a un sentido amplio de este último concepto, para designar a la gran variedad de productos que se negocian en los mercados financieros mundiales, sean materias primas, productos elaborados o semi elaborados.

En este caso el objeto de los contratos son granos (avena, maíz, arroz, trigo), harina y aceite (soya y maravilla), ganado y carne, productos avícolas (pollos y huevos), productos forestales, energía (petróleo, gasolina, crudo, gas, propano), textiles (algodón, lana) materias primas, minerales (oro, cobre, aluminio, platino, plata, níquel) y algunos productos naturales alimenticios como cebada, café, azúcar, cacao, naranjas, papas, entre otros.

Son peculiaridades de éstos el hecho que se trata de bienes ampliamente conocidos, homogéneos, que obedecen a ciertas clasificaciones y especificaciones técnicas, respecto a los cuales existen distintos tipos de contratos dependiendo de la cantidad y calidad del producto. Se distinguen igualmente porque sus precios sufren altas fluctuaciones debido a los riesgos de las cosechas, faenas, o explotaciones.

Por otro lado permiten una alta estandarización en el contrato en cuanto a la fecha de entrega, fluctuaciones de precios, tamaño de los contratos y horas de operación en la Bolsa.

4.2. Contratos de Futuros de Instrumentos Financieros. Con instrumentos financieros nos referimos a aquellos que se transan en la Bolsa, como acciones e instrumentos de renta fija. El origen de los contratos de futuros sobre ellos se debe principalmente a la volatilidad que alcanzan los precios en las transacciones bursátiles.

Índices accionarios. Generalmente agrupan las acciones más transadas. Se caracterizan por no contemplar la entrega material; la obligación del vendedor se complementa con la compra o por el pago en dinero efectivo al vencimiento del contrato, siempre que no haya sido liquidado antes, esto debido a que el activo subyacente, índice bursátil, no tiene existencia física. Se trata de inversionistas que desean cubrirse frente a las alzas de los precios de determinadas acciones cuando pretenden comprar estos títulos en un futuro, esto se realiza a través de la contratación de futuros de índices bursátiles; si el inversionista tiene acciones y cree que van a bajar, precave estas posibles bajas en los precios también contratando futuros sobre índices bursátiles.

Tasas de interés. “Permite cobertura en instrumentos de renta fija como bonos del Estado, pagarés de Tesorería, etc., cuyo precio depende de la tasa de interés del mercado prevaleciente en un determinado momento y válida para los instrumentos de igual riesgo”⁷. Consiste en que frente a las variaciones en las tasas de interés los inversionistas se cubren suscribiendo contratos de futuros de tasas de interés. Como existen distintos papeles permite cubrir prácticamente la totalidad de plazos de vencimientos, por ende cubrir las tasas de interés para estos distintos plazos. Además, faculta para asegurar la tasa de interés en una inversión ulterior.

4.3. Contratos de Futuros de Monedas Extranjeras. Comienza su desarrollo a

⁷ Ibid, p. 55

principios de la década de los setenta cuando el tipo de cambio libre es establecido en Estados Unidos, lo que hace que este Mercado se caracterice por una alta volatilidad (fin de la paridad fija de *Bretton Woods*). Autorizan la compra o venta de una cantidad normalizada de moneda extranjera, en una fecha y a un precio prefijados. Su gran utilidad es permitir cubrirse de los riesgos en las operaciones de comercio exterior, originados en las fluctuaciones de las paridades. Dentro de las monedas más transadas encontramos dólar, eurodólares, libra esterlina, yen, dólar canadiense, franco suizo, marco alemán.

5.- Objetivos.

Con el contrato de futuro se persiguen ciertos objetivos específicos, los cuales se logran precisamente por las peculiaridades de este instrumento.

Propia de los contratos de futuros es la función de cobertura, la cual se ve determinada por la estandarización de estos contratos. El producto en cuanto a su monto (500 kilos), contenido (trigo), vencimiento (31-01-2004), forma de liquidación (sólo por entrega o por diferencias), calidad, es completamente homogéneo, el único elemento acordado por las partes es el precio futuro.

Esta estandarización o normalización contribuye a la liquidez del Mercado, ya que se trata de un contrato fácilmente negociable, permitiendo su circulación. Existe la posibilidad permanente de salir del Mercado a través del cierre de posiciones, lo que además lo transforma en instrumento eficaz para la especulación.

También la estandarización dificulta que el *hedger* encuentre una cobertura perfecta, lo que se ve incrementado por las comisiones que deben pagarse a Corredores, Cámara de Compensación y Bolsa de Valores. Es esto lo que determina que los futuros sean instrumentos susceptibles de ser utilizados mayoritariamente en coberturas globales, más que en riesgos individuales, por ejemplo los Bancos o Instituciones Financieras, que actúan principalmente a través de operaciones "*Over the Counter*" (forwards, swaps y opciones), toman en el Mercado de Futuros la posición contraria a la adoptada en el mercado OTC, para compensar las pérdidas que éste les pueda ocasionar, y para obtener *spreads* (diferenciales de ganancia).

Otro objetivo perseguido por los contratos de futuros es dar seguridad y confianza a los inversionistas, lo cual se cumple a través de la función de la Cámara de Compensación. La solvencia del sistema está garantizada por el patrimonio de la Cámara y por la seriedad del Mercado, eliminándose el riesgo de crédito para los partícipes.

En cuanto al arbitraje, permite obtener beneficios libres de riesgo, comprando y vendiendo un activo, en los mercados de contado y de derivados, aprovechando las imperfecciones de éstos y logrando que los precios sean eficientes, debido a que se forman por la confluencia de la oferta y la demanda. Éste arbitraje puede presentarse entre el Mercado de Contado y el Mercado de Futuros, y entre éste y el Mercado *Forward*. Es importante en este punto tener en consideración las comisiones que se devengan a favor del Corredor, de la Bolsa y de la Cámara, las liquidaciones diarias (cuando es necesario aumentar el margen inicial por las pérdidas), entre otros gastos anexos, que podrían hacer desaparecer la posibilidad de arbitraje.

B.- OPCIONES.

Dentro de los llamados “nuevos instrumentos financieros” la opción es, quizá, el instrumento preponderante. En palabras de Parada Daza, “... las opciones constituyen ya un producto financiero consolidado y están especialmente relacionadas con el mercado de acciones; se puede decir que son un subproducto del mercado accionario y tienen características propias, tanto desde el punto de vista empírico como teórico, respecto al contrato de futuros, aunque implícitamente son un Mercado de Futuros”⁸. La opción nació como un instrumento de administración de riesgos alternativo al contrato de futuro. En efecto, los contrato *forward* o de futuros no permiten aprovechar una evolución favorable del precio prefijado del activo, así, en casos de gran volatilidad de los precios del activo y riesgos inciertos estos instrumentos no resultan los más eficaces. En cambio, la opción resulta el instrumento más adecuado para estas circunstancias ya que transfiere sólo el riesgo de pérdida pero permite aprovechar, al mismo tiempo, una evolución favorable del precio del activo. Las ventajas que presentan las opciones, en relación a los otros instrumentos financieros aquí esbozados, es que ofrecen un riesgo limitado para los compradores y, además, son muy versátiles, permitiendo que empresarios e inversionistas puedan hacer las combinaciones necesarias a fin de lograr una cobertura a su medida.

1.- Definición.

Podemos definir opción como un contrato que estipula el derecho, pero no la obligación del titular, de comprar o vender una cantidad determinada del instrumento subyacente (divisa, acción, etcétera), a un precio preestablecido (“de ejercicio”), en un momento específico en el futuro (plazo de vencimiento). A cambio de este derecho, el comprador paga una prima al vendedor de esta opción.

Parada Daza lo define como “un acuerdo entre dos partes, una de las cuales otorga el derecho a otra, aunque no la obligación, a comprar o vender el título”⁹.

Son, pues, elementos de la definición de opción los siguientes:

Activo subyacente: es el activo sobre el que se instrumenta la opción, descritos anteriormente.

Precio de ejercicio: precio al que debe efectuarse la compra o la venta del activo objeto de la opción en caso de ejercerse el derecho otorgado por ella.

Prima: precio que se paga al vendedor (emisor) de la opción, y pretende compensarlo por el riesgo que asume.

Fecha de vencimiento: para estos efectos hay que hacer la distinción entre opción europea y opción americana, la que se verá más adelante, correspondiendo la primera al

⁸ Ibid, p. 65.

⁹ Ibid, p.65

día en que el titular puede ejercer la opción y, la segunda, al día hasta el cual el titular de la opción puede ejercerla.

Comprador o titular de la opción: es quien compra el derecho u opción de compra o de venta del activo subyacente.

Vendedor, emisor o “lanzador” de la opción: es quien vende el derecho; el que crea o emite la opción a través de la cual se compromete a vender o comprar, según corresponda, el activo objeto de la opción.

2.- Clasificación de las Opciones.

2.1. La principal clasificación es la que distingue entre Opción de compra (*call*) y Opción de venta (*put*).

Opción *call*: son aquellas que dan el derecho a comprar un activo a un precio especificado (llamado precio de ejecución), en un período determinado.

Opción *put*: son las que otorgan el derecho a vender un activo dentro de un período y a un precio determinado.

2.2. La clasificación anterior hay que relacionarla con la que distingue entre:

Opciones americanas: pueden ejercerse en cualquier momento desde la fecha de inicio de la opción hasta la fecha de expiración.

Opciones europeas: son aquellas que pueden ejercerse sólo en la fecha de expiración prevista en el contrato.

2.3. Otro importante grupo de opciones es el constituido por las opciones que se transan en el ámbito financiero, destacando:

Lookback Option: son aquellas en que el precio del ejercicio, determinado a la fecha de su vencimiento o expiración, corresponde al más alto que haya alcanzado el activo durante un período determinado.

Opciones Convertibles: son aquellas que contienen una cláusula que dispone que, si el precio del activo alcanza determinado nivel, se transforma automáticamente en un contrato *forward*.

Opciones Condicionales: son aquellas en que la vigencia del contrato depende de un determinado suceso, que generalmente se encuentra ligado a la evolución de precios del activo subyacente.

Opciones *Cap*: es una opción sobre tasa de interés que permite fijar el costo máximo de una obligación contraída a tasa de interés variable.

Opciones *Floor*: opción que permite fijar un nivel mínimo de tasa de interés.

Opciones *Collar*: combinación de las dos anteriores, permite fijar un máximo y mínimo de tasa de interés.

Opciones *Warrant*: derecho a comprar un determinado número de acciones de una empresa a un precio determinado en una fecha o durante un período predeterminado.

3.- Factores que influyen en la determinación del precio de una opción.

La prima que se paga por obtener la opción se cotiza en el Mercado y su valor depende de diversos factores:

Volatilidad del activo subyacente: las acciones u otros activos sobre los cuales puede ejercerse una opción, usualmente sufren variaciones de precios, Parada sostiene que “se puede plantear que mientras más volátil sea el precio de una acción, mayor debería ser el precio de una opción, suponiendo que el resto de los elementos intervinientes en el precio son constantes.”¹⁰ En el caso de las opciones *put* el efecto es el mismo, el aumento de la volatilidad del activo ocasiona un aumento en el precio de la opción.

Precio de ejercicio de la opción: un aumento en el precio del ejercicio de la opción *call* conlleva una disminución en el precio de ésta. Por el contrario, en el caso de la opción *put*, el aumento del precio de ejercicio provoca un aumento en el precio de la opción.

Tipo de interés de mercado monetario: En el caso de opciones *call*, a mayor tasa de interés, mayor precio de la acción, ello porque la mayor tasa de interés disminuye el valor presente del precio de ejercicio de una opción. Lo mismo ocasiona el efecto contrario en las opciones *put*, ya que en éstas el mayor interés produce una disminución de su precio.

Tiempo restante hasta el vencimiento: En el caso de las opciones *call*, mientras más lejana se encuentre la fecha de expiración de la opción, más posibilidades existen de que el valor del activo subyacente varíe, ello puede ocasionar la ejecución de la opción, cuyo precio puede ser parecido al precio de la acción subyacente. Por el contrario, mientras más cercana esté la fecha de expiración del período de ejecución, el valor de la opción puede disminuir. Por otro lado, en el caso de las opciones *put*, mientras más plazo reste para su vencimiento se producen dos efectos contrarios; por un lado, aumenta el valor de la opción por existir mayores probabilidades de variación del precio del activo, por otro, este valor disminuye ya que el valor actual neto del precio de ejercicio decrece en la medida en que mayor sea el tiempo hasta la fecha de ejercicio.

Dividendos (sólo para opciones sobre acciones): En lo que respecta a la opción *call*, su tenedor no tiene derecho a dividendos porque aún no es dueño de la acción subyacente, el valor de la acción cae en la medida que aumenta el dividendo, con lo cual cae, también, el precio de la opción. En esta misma hipótesis, el precio de la opción *put* tendría el comportamiento opuesto, es decir, su valor aumentaría.

Parada agrega otros factores (tasa de impuesto, estructura de comisión de los corredores y demás costos de transacción) señalando que estos son aspectos propios del Mercado y que, como tales, afectarán a todas las opciones por igual.

Por último, cabe agregar que estos instrumentos también pueden transarse en el mercado OTC, donde se tratará de un contrato atípico, consensual (aunque en la práctica se celebre por escrito), unilateral o bilateral (dependiendo de si se pacta o no el pago de una prima por parte del titular de la opción, aunque lo usual será que sea bilateral ya que

¹⁰ Ibid, p.73.

nadie querrá aceptar un riesgo en forma gratuita), oneroso, conmutativo (ello porque la prima se ve como equivalente al derecho que se adquiere con el contrato) y principal (ya que es independiente del contrato prometido).

Se trata, además y por el hecho de transarse en el mercado *Over the Counter*, de un contrato privado, pudiendo las partes determinar libremente su contenido ajustándolo a sus necesidades.

2.- FUERA DE LA BOLSA U *OVER THE COUNTER*.

A.- CONTRATO *FORWARD*.

De los instrumentos financieros el contrato de *forward* es el más antiguo y, quizás por esta razón, el más directo y sencillo.

1.- Definición.

Existen muchas definiciones de este contrato y todas ellas destacan sus características principales. Básicamente se trata de un contrato cuya liquidación se difiere hasta una fecha posterior estipulada en el mismo.

“El *forward* es un contrato en que las partes acuerdan entregar y recibir, respectivamente, en una fecha futura especificada en el contrato, una determinada cantidad de un activo subyacente a un precio acordado”¹¹.

Se trata de acuerdos que tienen por objeto comprar o vender activos en un cierto tiempo futuro por un precio previamente determinado. Si al vencimiento del plazo el precio actual del bien es mayor que el precio de ejecución, el dueño del contrato obtiene una ganancia; si el precio es menor, él sufrirá una pérdida.

2.- Características.

Si bien se celebra por escrito, se trata de un contrato consensual que se perfecciona cuando las partes acuerdan el contenido de éste.

El *forward* es un producto *Over the Counter* (OTC), se trata, pues, de un contrato privado en el cual no interviene un organismo regulador del Mercado. Es, además, un contrato a plazo, bilateral y oneroso. María Cecilia Engler, en su obra ya citada, señala que este contrato puede ser conmutativo o aleatorio “será conmutativo cuando se acuerde su ejecución por entrega física del activo, ya que lo que una parte se obliga a dar se mira como equivalente a lo que la otra debe dar a su vez. Será aleatorio cuando se acuerde su ejecución por liquidación de diferencias pues, en ese caso, la extensión de las obligaciones de las partes depende de un acontecimiento futuro, no pudiendo las partes

¹¹ Engler, Op. cit, p. 5.

establecer inmediatamente el beneficio o pérdida”¹². Es, además, un contrato principal y flexible.

El activo subyacente objeto de este contrato puede ser muy variado. Puede tratarse de *commodities*, divisas, tasas de interés e índices en general, especialmente los bursátiles.

El riesgo inherente del contrato tiene dos lados. El dueño del contrato debe recibir o hacer un pago, dependiendo del movimiento de precios del bien subyacente.

El valor del contrato de *forward* es convenido sólo a la fecha de vencimiento; no se hacen pagos ni al inicio ni durante el término del contrato.

El contrato de *forward* se utiliza para hacer frente a los riesgos generados por los movimientos del mercado y por fluctuaciones en los tipos de cambio de divisas y materias primas.

Las transacciones *forward* son uno de los instrumentos derivados más utilizados en todo tipo de actividades financieras. Cabe agregar que este instrumento no elimina completamente el riesgo asociado a una transacción sino que lo distribuye entre las partes del contrato. Ello es así porque, de producirse una variación desfavorable del precio del activo subyacente, no se perjudicará al que celebró el contrato *forward* para resguardarse de esta situación pero, si la variación es favorable, tampoco se beneficiará con ella.

3.- Naturaleza Jurídica.

Diversas teorías se han formulado respecto de este punto pero son dos las que se destacan: las que identifican al *forward* como una compraventa y las que lo identifican con un seguro. Sin embargo, creemos que estamos en presencia de un contrato atípico que comparte ciertas características de esos dos contratos, pero que no es igual a ninguno de ellos. Ahora bien, respecto a si se trata de un contrato civil o mercantil, nos remitimos a lo expuesto sobre este punto en los contratos de futuros.

4.- Tipos de Contratos *Forward*.

Los contratos *forward* se dividen en:

Forward sobre tasa de interés (FRA): Los FRA son contratos específicos individuales entre dos partes para entrar en una inversión en una fecha futura particular, a una tasa de interés particular.

Forward sobre divisas o sobre tasa de cambio: Posibilitan a los participantes entrar en acuerdos sobre transacciones de tipo de cambio extranjero para ser efectuadas en momentos específicos en el futuro.

Forward sobre activos que no pagan intereses ni dividendos: Estos activos están representados, generalmente, por materias primas que presentan una anomalía en el precio a plazo producida, entre otras razones, porque el Mercado no es un Mercado

¹² Ibid, p.12.

eficiente. Este sería, por ejemplo, el caso del Mercado del petróleo.

“El *forward* más utilizado en Chile es el de moneda extranjera. La característica principal de este verdadero “seguro de cambio” es que quien garantiza el cumplimiento del contrato es el banco o agente”¹³.

El contrato de *forward* presenta varias diferencias con el contrato de futuros, destacando el hecho de que los participantes del primero contratan directamente el uno con el otro, en vez de hacerlo a través de una Cámara de Compensación, en razón de ello, los términos de un contrato de *forward* son negociados entre el comprador y el vendedor, mientras las bolsas establecen los términos de los contratos de futuros. En otras palabras, el contrato de *forward*, a diferencia del contrato de futuros, no es estandarizado.

B.- CONTRATO SWAP.

Estamos, en este caso, frente al más reciente de los instrumentos derivados ya que el primer *swap* oficial data del año 1981. Estos contratos también pertenecen al ámbito de las operaciones *Over the Counter* y, por no ser estandarizados, existen diversos tipos de ellos con características propias. Sin embargo, los *swaps* más conocidos y utilizados son el de intereses y el de divisas, a los cuales nos referiremos más adelante.

1.- Definición.

“*Swaps* son acuerdos privados entre dos partes para intercambiar flujos de dinero en el futuro, de acuerdo a una fórmula preacordada. Pueden estimarse como una cartera de contratos *forward*. El estudio de los *swaps* es, por ello, una extensión natural del estudio de los contratos *forward* y de futuros.”¹⁴ Dichos flujos pueden, en principio, ser función ya sea de los tipos de interés a corto plazo como del valor del índice bursátil o cualquiera otra variable.

2.- Características.

Como ya lo mencionamos, el *swap* es un contrato privado que se transa en el Mercado OTC. Se trata, además, de un contrato consensual (no obstante celebrarse por escrito dada su complejidad), principal, bilateral y oneroso. Podrá ser conmutativo o aleatorio dependiendo de si las obligaciones de las partes son o no conocidas al momento de perfeccionarse el contrato.

La característica principal del *swap* es la de ser un contrato de tracto sucesivo, ello significa que su cumplimiento se realiza sucesivamente en el tiempo, a través de plazos estipulados. En cada fecha de liquidación se hace exigible una obligación para las partes que ha sido acordada en el contrato.

¹³ NOVOA Galán, Raúl y NOVOA Muñoz, Gabriela. *Derecho del Mercado de Capitales*. 2ª ed. Ed. Jurídica de Chile, Santiago. 1997, p. 56.

¹⁴ HULL, John C. *Introduction to Futures and Options Market*. 2a ed. Ed. Prentice Hall, New Jersey. 1993, p. 146.

El *swap* es utilizado para reducir el costo y el riesgo de financiación de una empresa o para superar las barreras de los Mercados Financieros.

Se ha señalado que el *swap* equivale a varios forward sucesivos pero, a diferencia de éste, el *swap* es indicado para proteger riesgos de mediano y largo plazo.

Son contratos hechos a la medida de cada usuario, sin perjuicio de reconocer que las cláusulas principales de estos contratos hoy se encuentran prácticamente estandarizadas.

Son, por lo general, contratos de larga duración.

Si bien siempre existirá el riesgo de que la parte contraria incumpla sus obligaciones contractuales, la mayor parte de estos contratos se celebran con entidades bancarias reconocidamente solventes, lo que atenúa los riesgos.

Son jurídicamente irrevocables, salvo pacto en contrario. Es posible, sin embargo, celebrar un nuevo contrato *swap* que deje sin efecto uno celebrado con anterioridad.

3.- Naturaleza Jurídica.

Se ha asociado este contrato a una permuta con una modalidad especial, la financiera. El Artículo 1897 del Código Civil define este contrato como “un contrato en que las partes se obligan mutuamente a dar una especie o cuerpo cierto por otro” Sin embargo, lo que se da en el *swap* son flujos de dinero, y el dinero no es especie o cuerpo cierto. Además, la permuta es de ejecución instantánea y ya vimos que el *swap* es un contrato de tracto sucesivo.

Estamos, pues, en presencia de otro contrato atípico, el cual será civil o mercantil en los mismos términos que vimos en relación a los futuros.

4.- Tipos de Contratos Swaps.

Swaps de tipos de interés: Contrato por el cual una parte de la transacción se compromete a pagar a la otra parte un tipo de interés fijado por adelantado sobre un nominal también fijado por adelantado, y la segunda parte se compromete a pagar a la primera un tipo de interés variable sobre el mismo nominal. El único intercambio que se realiza son los pagos de interés del capital, al tiempo que los pagos correspondientes a los capitales no participan en la transacción.

Swaps de divisas: Es una variante del *swap* de tipo de interés, en que el nominal sobre el que se paga el tipo de interés fijo y el nominal sobre el que se paga el tipo de interés variable son de dos monedas distintas. La forma tradicional del *swap* de tipo de cambio, generalmente denota una combinación de una compra (venta) en el mercado al contado “*spot*” y una venta (compra) compensatoria para la misma parte en el Mercado a plazo “*forward*”, pero este puede a veces referirse a transacciones compensatorias a diferentes vencimientos o combinaciones de ambos.

Swaps sobre materias primas: Tras la aparición de estos *swaps*, ha sido posible separar el riesgo de precio de Mercado del riesgo de crédito, y convertir a un productor de materias primas en una simple fabrica que procesa materiales sin tomar riesgo de precio.

Swaps de índices bursátiles: El Mercado de los *swaps* sobre índices bursátiles permite intercambiar el rendimiento del Mercado de dinero por el rendimiento de un Mercado bursátil.

El *swap* es un contrato que envuelve el intercambio de flujos financieros que dependen del valor del activo subyacente. De esta manera, pueden crearse formas ilimitadas de contratos *swaps* conforme se determinen nuevos activos. Así, “las variantes que pueden introducirse son muchísimas. Por ello, precisamente, este contrato y los demás instrumentos derivados son productos en constante evolución”¹⁵.

¹⁵ Engler, Op cit, p. 104.

CAPÍTULO IV: RÉGIMEN LEGAL DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE.

En el presente capítulo realizaremos un análisis de la normativa vigente que regula las operaciones de futuro en nuestro país.

Para comenzar, es conveniente hacer presente que no existe una ley general que se refiera expresamente a este tipo de contratos, es decir, no contamos con un conjunto armónico de normas que regulen las operaciones con instrumentos derivados.

Debido a la situación recientemente descrita, el marco legal que ampara las transacciones de derivados debemos buscarlo, principalmente, en el DFL N°3 de 1977 o Ley General de Bancos e Instituciones Financieras; la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas; la Ley N° 18.045 de Mercado de Capitales; Código Tributario y Ley de Impuesto a la Renta. De esta normativa básica derivan una serie de reglamentos y normas, entre los que destacan:

1.- Reglamento General de los Mercados de Futuros.

Este texto ha sido elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago y cuenta con la aprobación de la Superintendencia de Valores y Seguros. El presente reglamento se refiere a las operaciones de futuros que se transan dentro de la Bolsa, las cuales no han

tenido éxito en nuestro país.

Según lo dispone el referido reglamento, su objetivo es “establecer las normas generales que regirán la operatoria de los Mercados de Futuro que desarrolle la Bolsa de Comercio de Santiago. En cuanto sean compatibles, a las operaciones de futuro se aplicarán también las normas sobre operaciones al contado, en especial aquellas que se refieran a las transacciones en pregón, remates o sistemas electrónicos de negociación.”

¹⁶

En síntesis podemos decir que define los contratos de futuro y regula todo su aspecto operativo, temas a los cuales ya nos hemos referido en capítulos anteriores de nuestro trabajo.

2.- Normativa emanada del Banco Central de Chile.

Como ya algo hemos adelantado, las operaciones de futuro realizadas bajo el amparo de la normativa de la Bolsa de Comercio, y con intervención de la Cámara de Compensación, están congeladas hace casi diez años en nuestro país. En la actualidad, el mercado local se limita a operaciones *forward* dólar-UF, *forward* dólar-peso y a las transacciones de instrumentos derivados en tasas de interés y en instrumentos de renta fija realizadas, principalmente, por instituciones bancarias al margen de la normativa emanada de la Bolsa de Comercio.

Debido a la situación precedentemente descrita, es que adquiere principal relevancia la normativa dictada por el Banco Central de Chile en virtud de las facultades que le confiere su Ley Orgánica Constitucional.

El Banco Central dedica dos capítulos de sus normas a esta materia: el capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras: “Contratos con productos derivados en el Mercado local”, y el capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales: “Operaciones con instrumentos derivados”. La Superintendencia, por su parte, también dedica tres capítulos de la recopilación actualizada de normas a este tema: el capítulo 8-36 “*Forwards* UF-Pesos”, capítulo 13-2 “Compraventa de divisas a futuro y *Swaps* en el mercado local” y el capítulo 13-35 “Operaciones con derivados en el Mercado externo”.

En síntesis, las citadas disposiciones establecen que los bancos comerciales están autorizados para transar futuros, *forwards*, *swaps* y opciones (estas últimas sólo en el exterior), de monedas nacionales y extranjeras (se incluyen instrumentos de renta fija), a realizarse en Chile o fuera del país. Todos los activos subyacentes deben estar autorizados por estas normas. Expresamente, las instituciones bancarias están impedidas para realizar transacciones de futuros sobre índices accionarios en Chile, y no pueden emitir opciones ni derivados de crédito en el extranjero.

La autorización para que los Bancos puedan operar derivados de tasas de interés al interior del país es relativamente reciente (desde septiembre del año 2000)¹⁷.

¹⁶ Bolsa de Comercio de Santiago. Numeral 1.1. del Reglamento del Mercado de Futuros.

Otro tema relevante son las normas cambiarias que dicta el Banco Central en virtud de las facultades que le confiere su Ley Orgánica Constitucional, pues ellas afectan directamente a las operaciones realizadas sobre instrumentos derivados en el exterior.

La normativa actualmente vigente es de libertad cambiaria. Esto significa que las operaciones respecto de las cuales el Banco Central no ha establecido limitaciones, son plenamente legítimas y pueden realizarse en la forma que los interesados estimen más adecuada (esto no quiere decir que los inversionistas institucionales puedan actuar libremente, pues ellos tienen restricciones específicas). No obstante la libertad cambiaria precedentemente descrita, el Banco Central está facultado para exigir que ciertas operaciones le sean informadas, que determinadas transacciones se realicen en el Mercado Cambiario Formal, o de imponer restricciones específicas a las operaciones que se lleven a cabo en este Mercado. El Mercado Cambiario Formal está compuesto por Bancos comerciales, casas de cambio e intermediarios de valores (ambos autorizados), los cuales están obligados a informar todas las operaciones al Banco Central; el Mercado informal está constituido por personas o empresas distintas a las recién mencionadas.

Con el fin de lograr una mejor comprensión de la normativa cambiaria, a continuación realizaremos una breve síntesis del capítulo que se refiere a los instrumentos derivados (capítulo IX del Compendio de Normas sobre Cambios Internacionales).

En él se establece que, para operaciones realizadas en el Mercado local sobre activos subyacentes extranjeros, las empresas integrantes del Mercado Cambiario Formal establecidas en Chile pueden celebrar entre ellas, o con terceros domiciliados o residentes en Chile, contratos de futuros, *forwards* o *swaps* en que al menos una de las monedas contratadas sea extranjera, y sobre tasas de interés extranjeras. De aquí se desprende que estas instituciones no están autorizadas para celebrar contratos de opciones sobre estos subyacentes. Además, las operaciones sólo podrán pactarse sobre alguna de las monedas extranjeras y tasas de interés extranjeras para las cuales exista cotización o información diaria proporcionada por el Banco Central, las Bolsas establecidas en el país o por servicios de información en línea internacionales.

Por otro lado, se autorizan las transacciones con derivados en el exterior sin ningún tipo de limitación (se incluyen futuros, *swaps*, *forwards* y opciones), sobre monedas extranjeras, moneda nacional, unidades de fomento, tasas de interés extranjeras, instrumentos de renta fija, colocaciones comerciales, productos, instrumentos de renta variable e índices accionarios que sean transados en Bolsas del exterior.

La transferencia de dólares desde y hacia Chile que impliquen estas transacciones debe hacerse a través del Mercado Cambiario Formal, sin importar el origen ni el destino de las divisas.

3.- Normas que regulan a los inversionistas

¹⁷ Banco Central de Chile. Compendio de Normas Financieras, capítulo III.D.I, "Contratos con productos derivados en el mercado local".

institucionales.

Circular N° 879 de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Esta circular regula las operaciones de derivados realizadas por las AFP en nuestro país. Las operaciones de derivados llevadas a cabo en el extranjero se encuentran normadas por el Reglamento de Inversión de los Fondos de Pensiones en el Extranjero, de la misma Superintendencia. Ambas normas fueron publicadas en año 1995.

En conformidad con estas disposiciones, las AFP están autorizadas para realizar operaciones de derivados (futuros, *forwards* y opciones), en Chile y el extranjero, pero sólo con fines de cobertura de riesgos. En lo que a activos subyacentes se refiere, en Chile sólo pueden cubrirse monedas, sean nacionales o extranjeras. En el extranjero, los subyacentes puede incluir, además de monedas, tasas de interés sobre una misma moneda extranjera, pero no *commodities*. Otro aspecto importante es que no están autorizadas para emitir opciones, ni en Chile ni en el extranjero.

La Superintendencia de AFP restringe los montos de las operaciones de derivados. En el caso de las operaciones realizadas en Chile, los límites se definen como porcentajes de la cartera total, mientras que para las operaciones realizadas en el exterior se definen en función de los activos mantenidos en la cartera fuera de Chile.

En lo que respecta a las Compañías de Seguros, éstas están facultadas para realizar operaciones con derivados sean *forwards*, futuros, opciones o *swaps*, pero se encuentran impedidas para ser lanzadoras de opciones en términos netos. También están autorizadas para cubrir los activos típicos que mantienen en cartera (monedas, tasas de interés y acciones). Además cabe hacer notar que no tendrían obstáculo alguno para actuar activamente en un Mercado de derivados en la Bolsa si funcionara.

Decreto Ley N° 1.328 sobre administración de Fondos Mutuos.

El numeral 10 del Artículo 13 de este Decreto Ley, autoriza al fondo a celebrar contratos de futuro, *forwards*, y opciones sobre activos, valores e índices. Esta disposición no incorporó los *swaps*, debido a que fueron creados a comienzos de los 80, cuatro años después de la dictación del Decreto Ley (algo similar ocurre con las AFP).

La Norma de Carácter General N° 71 de la Superintendencia de Valores y Seguros establece los requisitos que deberán cumplir estas operaciones y los límites máximos que pueden comprometer.

Para los contratos de futuro, *forwards* y opciones pueden actuar como compradores o vendedores del contrato respectivo, tanto en Chile como en los demás países autorizados¹⁸. Los activos que pueden cubrir incluyen monedas, tasas de interés e instrumentos de renta fija y acciones e índices accionarios, todos y cada uno de ellos autorizados.

Un aspecto que nos ha parecido relevante es que, en lo que a opciones se refiere,

¹⁸ El país destino de la inversión no deberá tener restricciones que limiten la libre salida de capitales y las ganancias que éstos originen. Además dicho país debe tener información estadística pública diaria de volúmenes y precios de las transacciones realizadas.

los Fondos Mutuos son el inversionista institucional que enfrenta menores restricciones, ya que las pueden comprar o vender, exigiéndose sólo que su contraparte sea una Bolsa. La no autorización para operar *swaps* carece de fundamento y se explica porque la norma en análisis no ha sido actualizada para incluirlos.

CAPITULO V: CONVENIENCIA ECONOMICA DE INVERTIR EN MERCADOS DE FUTUROS.

La actual manifestación de los instrumentos derivados obedece a las necesidades que se han presentado en los Mercados, específicamente en relación a determinadas funciones que éstos han venido a cumplir, a saber:

1.- Cobertura de riesgo. Reducir o eliminar la incertidumbre ante movimientos adversos de precios, esto porque los Mercados en general, tienen una alta fluctuación, haciendo que los precios sean volátiles. Se produce con ellos una transferencia de riesgo de una entidad a otra.

Así, los inversionistas acuerdan hoy un precio al que negociarán sus operaciones en un futuro próximo, disminuyendo el riesgo de pérdidas. Antes de las transacciones físicas de los bienes, los inversionistas pactan el precio que recibirán o pagarán, todo dentro un rango de precios, reduciendo así la exposición a las sorpresas del Mercado. Debido a que el precio se encuentra pre-fijado, el contratante no se perjudica por una orientación desfavorable del mismo, es decir reduce sus pérdidas, pero tampoco se beneficiará por una tendencia favorable, con lo cual circunscribe sus ganancias.

Esta cobertura es posible gracias al especulador, quien asume el riesgo de los cambios de precios, al tomar posición del contrato de futuros opuesta al de quien usa

cobertura.

En conclusión, uno de los sistemas de control del riesgo financiero vinculado a la volatilidad de los precios que afectan a la producción, a los procesos industriales y a la distribución de los *commodities*, es la utilización de contratos de derivados.

2.- Especulaciones. Consiste en asumir riesgos en el precio ante expectativas de realizar una ganancia de capital, por los sobrepuestos producidos. Los especuladores se reúnen con los agentes que desean cubrirse de las variaciones de precios (*hedgers*) asumiendo cada uno una cuota de riesgo.

El especulador pretende obtener beneficios por las diferencias previstas en las cotizaciones, basándose en las posiciones tomadas según la tendencia esperada. Éste busca maximizar su beneficio en el menor tiempo posible, minimizando el aporte de fondos propios. Según un pronóstico que deduce de la tendencia de los precios en el Mercado de Contado, actúa en consecuencia para obtener beneficios, a través de los instrumentos del Mercado de Derivados.

Hay ciertos instrumentos que dificultan estas actuaciones, debido fundamentalmente a la falta de liquidez del Mercado y al riesgo de crédito.

3.- Dar liquidez al Mercado. Los instrumentos transados en el Mercado de Futuros contribuyen a la estabilidad y profundidad del Mercado, generando condiciones para diversificar inversiones. Así, no es necesario mantener una posición abierta hasta la fecha de vencimiento, pudiendo cerrarse anticipadamente con una operación inversa a la inicial.

Estas son características propias de instrumentos como las opciones y los contratos de futuros, ya que pueden ser comprados o vendidos en cualquier momento, debido a que son específicos e intercambiables; es decir, se trata de contratos altamente estandarizados. Además, el costo operativo es menor que el de las operaciones de contado.

4.- Permiten competencia perfecta. O al menos se acercan a este modelo ya que el producto transado es homogéneo en cantidad y calidad (estandarización de los contratos); existe un gran número de oferentes y demandantes con publicidad en sus transacciones; los precios están determinados por la interacción entre oferta y demanda.

5.- Facilita operaciones de arbitraje de precios. Permite beneficiarse de anomalías en el precio de las operaciones de derivados a cambio de un riesgo mínimo. Es posible traspasarse de un Mercado a otro (de los Mercados de Futuros a los Mercados de Contado) orientando las probables tendencias futuras de los precios.

Esto se debe a que el Mercado de Futuros es transparente y se encuentra adecuadamente regulado, con una eficiente formación de precios y con un costo mínimo de intermediación.

Para que proceda el arbitraje es preciso que para un mismo activo existan dos mercados (de contado, de futuros, *forward*), ya que la utilidad se obtiene de la comparación de precios en las distintas plazas, aprovechándose el arbitrador de las anomalías de éstas.

Los arbitrajistas, operando en los Mercados de Contado y Futuro, equilibran la

formación de precios en ambos, analizando la relación entre los precios de varios Mercados, lo que lo diferencia del especulador que actúa en base a pronósticos respecto a la variación de precios de un determinado activo.

CAPITULO VI: FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE FUTUROS EN CHILE.

Es, probablemente, respecto a este punto donde se producen las mayores y más relevantes diferencias entre la transacción de instrumentos derivados en Bolsa y las operaciones *Over The Counter* (OTC). En efecto, mientras en este último Mercado se registran un gran número de transacciones, en la Bolsa ya prácticamente no se transan opciones ni futuros, de hecho, los contratos futuros sobre el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) no se transan desde 1994 y las Opciones, por su parte, sólo se transaron entre los años 1994 y 1998, no registrándose más operaciones desde ese último año.

A continuación expondremos algunas de las razones que, a nuestro juicio, explican este fenómeno. Para ello haremos la respectiva diferencia entre uno y otro Mercado.

1.- Operaciones de Derivados Financieros en Bolsa.

Existía la fundada expectativa, al introducir el mercado de futuros en nuestro país, de que éste tendría el mismo éxito y acogida que ya presentaba en el resto de los Mercados del mundo, principalmente en el de los Estados Unidos; y decimos “fundada” porque los factores que propiciaron el nacimiento de este Mercado en otras partes del mundo se

estaban dando también en Chile, por lo que se esperaba que los instrumentos derivados tuviesen aquí el mismo efecto que habían tenido en los demás Mercados. En efecto, la apertura económica que nuestro país experimentó desde mediados de la década de los '70 produjo que nuestros empresarios se vieran enfrentados a un gran número de variables económicas de carácter internacional las cuales, lógicamente, generaban un gran riesgo para sus inversiones. Paralelamente, en los mercados internacionales el tema del riesgo ya había sido considerado y una de las formas ideadas para hacerle frente era, precisamente, a través de estos instrumentos derivados. Sin embargo, y pese a las expectativas, este mercado sólo tuvo una efímera vida en nuestro país. Las circunstancias que podrían explicar esta situación son las siguientes:

1.1. Falta de liquidez del mercado.

La iliquidez se entiende como la “ausencia de una contraparte interesada en entrar en la posición inversa a la que uno desea tomar o cerrar”¹⁹. En efecto, el grado de liquidez de un instrumento financiero se determina por el volumen que de éste se transa en el Mercado y, como ya se mencionó, estos instrumentos prácticamente no se transan en la Bolsa desde el año 1998. La liquidez del Mercado podría, entonces, mejorarse si se adoptaran medidas adecuadas que tiendan a aumentar el número de transacciones que se realizarán en la Bolsa. Así lo señala Rodrigo Molina en su tesis sobre el Mercado de Opciones, donde además postula que uno de los problemas que impiden este incremento es la existencia del impuesto a la ganancia de capital (impuesto de Primera Categoría de la Ley de impuesto a la Renta, que graba las rentas del capital y de las empresas comerciales, industriales, mineras y otras), el cual encarece las operaciones haciéndolas menos rentables. Menciona el autor que este impuesto “incentiva a mantener las posiciones, a no realizar transacciones socialmente beneficiosas y reducir así la liquidez de estos activos”.²⁰ Sería conveniente que a este respecto la autoridad adoptara una medida similar a la que se tomó en relación con las acciones bursátiles, las cuales fueron liberadas de este impuesto buscando, precisamente, un aumento en su volumen de transacción.

Por otra parte, la exención del impuesto a la ganancia de capital en acciones de empresas emergentes probablemente no tendrá efectos sobre el mercado de derivados, porque los mercados de derivados requieren un subyacente líquido, lo que es muy improbable en el caso de las empresas emergentes.

1.2. Tamaño del mercado de futuros chileno.

Estamos, en este caso, frente a un problema estructural respecto del cual poco o nada puede hacer la autoridad para darle solución. Esta característica está íntimamente ligada

¹⁹ Cita del artículo, pág. 3.

²⁰ MOLINA Bauer, Rodrigo. *Regulación del Mercado de Opciones en Chile: análisis crítico*. Tesis. Universidad Católica de Chile. 1999, p.45.

con la señalada en el punto anterior, así, “el tamaño del mercado chileno limitará la liquidez y aumentará el riesgo para la economía nacional de desarrollar un mercado de derivados más amplio”²¹

1.3. Desinformación y Educación de los inversionistas.

Éstas son dos de las principales razones que han impedido el desarrollo de los Mercados de Derivados en Chile. La falta de liquidez, producida por la ausencia de transacciones, se explica porque los inversionistas chilenos, en su gran mayoría, no están enterados de lo ventajoso que resulta invertir en este tipo de instrumento y muchos ni siquiera saben de su existencia; a ello debe sumársele la forma de invertir de los nacionales, los cuales siempre prefieren instrumentos ya probados y conocidos en lugar de optar por algo novedoso. Sin duda que a las operaciones a futuro se las asocia con algo peligroso (especialmente después de lo sucedido con el escándalo Codelco, en 1994), lo que resulta contradictorio si consideramos la principal característica de estos instrumentos, que es la de ser medios eficaces de distribución o transferencia del riesgo, además, el Mercado ofrece variados instrumentos para hacer frente a diversas necesidades. Las pérdidas que éstos han producido derivan de su utilización para fines especulativos, pero no de defectos en sí mismos.

1.4. Limitaciones que afectan a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para operar en este Mercado.

Ésta es, probablemente, la principal causa de que el Mercado de Futuros en Bolsa no haya tenido éxito en Chile. Las AFP son los principales actores del Mercado, sin ellas éste queda reducido a una mínima expresión y resulta incapaz de sostener este tipo de transacciones, con las consecuencias ya mencionadas. Las AFP están autorizadas para realizar operaciones de derivados en Chile y en el exterior, pero sólo como cobertura de riesgos. Además, éstas sólo pueden realizarse en los términos señalados en el Capítulo V, cuando nos referimos a la normativa que regula la actuación de estas instituciones en esta materia. Al mismo tiempo, les está expresamente prohibido emitir opciones con los recursos que tienen a su cargo, tanto en Chile como en el extranjero, sólo pueden comprarlas; esto produce un gran desequilibrio entre la oferta y la demanda de estos instrumentos, provocando una falta de liquidez en el Mercado de Opciones nacional. Ahora bien, en Chile las AFP mantienen pocos activos en dólares por lo que las principales operaciones que éstas pueden desarrollar son las que se realizan en el exterior. Como consecuencia de ello, su participación en el Mercado de Futuros chileno es prácticamente nula, convirtiéndose así en una piedra de tope importante para su desarrollo.

El año 1999, y como una medida para aumentar la actividad bursátil en este alicaído Mercado, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) autorizó el uso de las ventas cortas, las que pueden definirse como “aquella operación en la que el vendedor obtiene,

²¹ Ibid, p. 48.

mediante un contrato de préstamo, valores (acciones) que luego utilizará para liquidar una venta. En el contrato de préstamo queda establecida la obligación, por parte del prestatario, de restituir los valores conseguidos en préstamo, además de pagar una prima por tal préstamo”.²² Este instrumento financiero da al arrendatario la posibilidad de obtener una ganancia cuando el precio de la acción está a la baja. El escaso éxito que, hasta la fecha, ha tenido este tipo de operaciones da clara cuenta de la relevancia que tienen las AFP en el desarrollo de este Mercado; ello es así debido a que éstas no se encuentran autorizadas para realizar ventas cortas, siendo que podrían ser los principales prestamistas de acciones ya que son inversionistas de largo plazo y mantienen, permanentemente, un gran *stock* de acciones sin movimiento.

1.5. Intervención de la autoridad en la volatilidad del tipo de cambio nominal.

En Chile, el Banco Central, como consecuencia de tener a su cargo la política monetaria y cambiaria de nuestro país, interviene en el mercado a fin de estabilizar el tipo de cambio y la tasa de interés interna. De esta manera, no existiría para los inversionistas un gran riesgo asociado a sus inversiones que haga necesaria o justifique la utilización de derivados financieros para hacerle frente a las posibles fluctuaciones de estos índices. No obstante lo anterior, no hay que olvidar que el riesgo siempre existirá, por mínimo que pudiese ser, y bien podrían utilizarse estos instrumentos para reducirlo aún más.

1.6. Excesiva regulación del Mercado de Futuros en Bolsa.

Por último, algunos expertos han señalado que esta sería una de las causas que ha frenado el desarrollo de los productos derivados. Esta circunstancia dice relación, entre otras razones, con la que ya mencionábamos respecto a las AFP y las limitaciones que les afectan para operar en este Mercado y con la existencia del impuesto a las ganancias de capital. En definitiva, esta causal vendría siendo un resumen de las ya mencionadas.

Por las razones expuestas, algunos inversionistas chilenos han decidido operar con futuros y opciones directamente en la Bolsa de los Estados Unidos, debido al éxito que este Mercado presenta en ese país.

2.- Operaciones de Derivados Financieros *Over the Counter*.

Como ya lo mencionábamos, y a diferencia de lo que ocurrió con los instrumentos derivados en Bolsa, este Mercado ha tenido gran éxito y ha logrado un gran desarrollo a lo largo de los años.

²² Ibid, p.50.

Sin ir más lejos, y según cifras publicadas por el Banco Central de Chile en su “Informe Económico y Financiero” al 15 de enero de 2002, las operaciones *forward* y los contratos *swaps* sobre monedas celebrados en el mercado formal alcanzan, en su conjunto, unos 600 millones de dólares por día. Cabe considerar que esta cifra representa menos de la mitad de las transacciones que efectivamente se realizan.

También se transan en nuestro país, aunque a menor escala, los llamados “*forwards* de inflación” (UF-peso). Los chilenos, además, realizan operaciones sobre monedas, tasas y *commodities* en el exterior, no siendo obligatorio para ello utilizar el Mercado formal o regulado.

Los contratos *forward* dólar-peso y dólar-UF fueron introducidos a nuestro Mercado en el año 1992 y 1994, respectivamente, y hoy son transados principalmente entre instituciones financieras entre sí y entre éstas y grandes compañías.

Lo que caracteriza a las operaciones realizadas en este Mercado es el hecho de tratarse de contratos privados no estandarizados cuyo contenido se determina libremente por las partes, adaptándose a sus diferentes necesidades. Ello es una consecuencia lógica de la aplicación del principio de autonomía de la voluntad que informa a todo este ámbito.

La importancia de estos instrumentos es evidente, especialmente en una economía como la nuestra, tan abierta al exterior y, por lo mismo, extremadamente susceptible a las variaciones que pueda sufrir el tipo de cambio, especialmente del dólar.

Sin embargo, el Mercado OTC no se encuentra exento de problemas. En efecto, éste presenta escasa liquidez y alto riesgo de crédito. Esta última desventaja se relaciona con la alta probabilidad de incumplimiento de las obligaciones que para las partes emanan de estos instrumentos y del alto costo de las garantías asociadas. Además, la difusión de los derivados financieros ha sido escasa entre las empresas pequeñas y medianas, las que se han visto privadas de aprovechar sus ventajas.

CONCLUSIÓN.

Al finalizar nuestro trabajo, hemos podido advertir que la legislación que regula esta materia adolece de serios defectos. Ello es así ya que no se encuentra lo suficientemente sistematizada, es escasa y, además, limita en forma excesiva la actuación de los agentes económicos. Sin embargo, esta no es la única ni principal causa del fracaso del Mercado de Futuros Bursátil en nuestro país. En efecto, y como ya lo mencionamos, el desconocimiento o ignorancia sobre la existencia y utilidad de estos instrumentos por parte de los pequeños, medianos y grandes inversionistas; la desconfianza que en ellos provoca el invertir en un Mercado que en Chile no ha logrado producir los resultados esperados; las limitaciones que afectan a los inversionistas institucionales, y especialmente a las AFP, para invertir en estos instrumentos hace que el Mercado nacional se reduzca considerablemente, restándole liquidez.

Lo anterior reviste particular gravedad debido a que estos instrumentos son tremendamente beneficiosos y su efectiva utilización redundaría en un gran beneficio para toda nuestra economía.

Consciente de lo anterior, nuestras autoridades han hecho esfuerzos por cambiar esta situación y reactivar este Mercado. Ejemplo de ello ha sido la autorización para realizar ventas cortas de acciones y bonos, dada por la SVS el año 1999 y la eliminación del impuesto a las ganancias de capital que afectan a éstas operaciones. Sin embargo esta medida, hasta la fecha, ha tenido escaso éxito.

Otra decisión de la autoridad que nos ha parecido bastante acertada es la de permitir a las AFP realizar operaciones de derivados en tasa de interés al interior de nuestro país.

No obstante lo anterior, estas medidas no han sido suficientes para darle a este Mercado el impulso que necesita.

Creemos que sería recomendable dirigir los esfuerzos legislativos, administrativos y financieros hacia los siguientes puntos que, a nuestro parecer, adolecen de imperfecciones en el sistema actual:

Permitir invertir, con mayor libertad en este Mercado, a los inversionistas institucionales. Ello debido a la gran relevancia que tienen no sólo en relación a estos instrumentos, sino que en toda nuestra economía.

Adoptar medidas tendientes a disminuir el costo de las transacciones, incentivando la realización de un mayor número de éstas y mejorando, así, su liquidez. A este respecto, sería conveniente encontrar la forma de que estas operaciones no se vean afectadas por el impuesto a la ganancia del capital o impuesto de primera categoría.

Mayor difusión e información a los agentes económicos sobre lo beneficioso que resulta invertir en estos instrumentos, para así crear un ambiente de confianza general que constituye el pilar fundamental en el cual descansa todo sistema económico y, especialmente, el bursátil.

Reducir ciertos trámites obligatorios que se requieren para operar en este Mercado los cuales, en definitiva, hacen que el sistema sea más engorroso y burocrático, lo que atenta contra la rapidez que se requiere en toda transacción de esta naturaleza.

Por último, y en relación a los problemas que se presentan en el Mercado OTC, creemos necesario que se regulen ciertos aspectos de éste, sin limitar excesivamente la autonomía de las partes. Sería, pues, conveniente normar el sistema de garantías que en estos contratos se otorgan, a fin de reducir los altos costos que éstas involucran y, al mismo tiempo, convertirlas en un mecanismo eficiente de protección de riesgos frente a los incumplimientos que en estas operaciones a largo plazo pudiesen ocurrir. En este sentido, una medida adicional que convendría adoptar sería la creación de un organismo que cumpliera, en este Mercado, las mismas funciones que en el Mercado de Futuros en Bolsa cumple la Cámara de Compensación, esto es, asegurar el cumplimiento de las obligaciones de ambas partes.

BIBLIOGRAFÍA.

- BANCO Central. Compendio de Normas Financieras (CNF). Cap. III. Año 2000.
- BANCO Central de Chile. Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI). Título I, Cap. VI y VII. Año 2000.
- BLANCO Claro, Manuel. “Los Mercados de Futuros”. Tesis. Universidad de Chile. Facultad de Derecho. Año 1994. 106p.
- BOLSA de Comercio de Santiago. Reglamento General de los Mercados de Futuros. Noviembre de 1990.
- BOLSA de Comercio de Santiago. Reglamento General de los Mercados de Opciones. Abril de 1993.
- CHILE, Ministerio de Hacienda. 1981. Ley N° 18.045: Ley de Mercado de Valores. Octubre 22, 1981.
- ENGLER Palma, María Cecilia. “Mecanismos Jurídicos de Administración de Riesgos”. Editorial Jurídica Conosur, 1997.
- FERNÁNDEZ, Viviana. 2002. Un Análisis del Mercado de Cobertura de Riesgo en Chile y el Mundo. En:
- FUICA Letelier, Yerly y Valenzuela Delgado, Zandra. “Descripción y Análisis Jurídico-Económico de los Instrumentos Derivados”. Tesis. Universidad de Chile. Facultad de Derecho. 2001. 100p.
- HULL, John. “Options, Futures and others Derivative Securities”. 2a ed. Editorial

- Prentice Hall, 1990, New Jersey, U.S.A. 444p.
- LÓPEZ Santa María, Jorge. "Los Contratos. Parte General". Editorial Jurídica de Chile. 1986.
- MADRID Parra, Agustín. "Contratos y Mercados de Futuros y de Opciones". Editorial Tecnos S.A. Madrid, 1994.
- MOLINA Bauer, Rodrigo. "Regulación del Mercado de Opciones en Chile: Análisis Crítico". Tesis. Universidad Católica de Chile. Facultad de Derecho. 1999.
- MUÑOZ Perdiguero, Rodrigo. "Los Mercados de Futuro en Chile: Análisis Crítico". Tesis. Universidad Católica de Chile. Facultad de Derecho. 1996. 42p.
- NOVOA Galán, Raúl y Novoa Muñoz, Gabriela. "Derecho del Mercado de Capitales". 2ª Editorial Jurídica de Chile. Santiago. 1997. 211p.
- Bello, 1993. 92p.
- SOLAR Díaz, María Paulina y Zanzo García, María Consuelo. "Futuros y Otros Instrumentos Financieros Derivados". Tesis. Universidad de Chile. Facultad de Derecho. 1996. 87p.
- SUPERINTENDENCIA de Administradoras de Fondos de Pensiones. Circular N° 879. 1995.
- SUPERINTENDENCIA de Administradoras de Fondos de Pensiones. Reglamento de Inversión de los Fondos de Pensiones en el Extranjero. 1995.
- SUPERINTENDENCIA de Bancos e Instituciones Financieras. Recopilación Actualizada de Normas, Capítulo 8-36. "Futuros UF-Pesos".
- SUPERINTENDENCIA de Bancos e Instituciones Financieras. Recopilación Actualizada de Normas, Capítulo 13-35 "Operaciones con Derivados en el Mercado Externo".