

ESTRATEGIAS CON FUTUROS Y OPCIONES PARA COLOMBIA

LUIS FERNANDO FORERO BONILLA

UNIVERSIDAD SANTO TOMAS DE AQUINO

FACULTAD DE COMERCIO EXTERIOR

BUCARAMANGA

1998

ESTRATEGIAS CON FUTUROS Y OPCIONES PARA COLOMBIA

LUIS FERNANDO FORERO BONILLA

Monografía para optar al título de
Profesional en Comercio Exterior

Director
JAIME IVAN ECHEVERRY OLARTE
Profesional en Comercio Exterior

UNIVERSIDAD SANTO TOMAS DE AQUINO

FACULTA DE COMERCIO EXTERIOR

BUCARAMANGA

1998

Nota de aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Bucaramanga 19 de Noviembre de 1998

CONTENIDO

	Pàg
INTRODUCCION	1
1. EVOLUCION EN LA RESPUESTA QUE LOS AGENTES ECONOMICOS HAN DADO A LA DEMANDA DE NUEVOS PRODUCTOS FINANCIEROS	6
2. FORMACION DEL TIPO DE CAMBIO	13
2.1 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA FORMACION DEL TIPO DE CAMBIO EN COLOMBIA	14
3 MERCADOS DE DIVISAS	17
3.1 TIPOS DE OPERACIONES EN EL MERCADO DE DIVISAS	18
3.1.1 La diferencia de las tasas de interés en las respectivas divisas	20
3.1.2 La tendencia al alza o la baja de la divisa propia	20
4. EXPOSICION AL RIESGO CAMBIARIO EN EL MERCADO COLOMBIANO	21
5. LA BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA	24
5.1 ESTABLECIMIENTO DE UN MERCADO DE FUTUROS EN LA BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA	25
5.2 ESTRUCTURA DE LA BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA	27

6.	INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE PERMUTA DE DIVISAS	30
6.1	APLICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE PERMUTA DE DIVISAS EN EL ENTORNO COLOMBIANO	34
7.	INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE COBERTURA DE RIESGOS CAMBIARIOS	37
7.1	CARACTERÍSTICAS ESTANDARIZADAS DE LOS CONTRATOS A FUTURO EN COLOMBIA	38
8.	MERCADOS A FUTURO	42
8.1	CONTRATOS A PLAZO FORWARD	43
8.2	CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS	45
9.	MANEJO DE CONTRATOS A FUTURO EN COLOMBIA	50
9.2	ESTRATEGIAS COMERCIALES EN EL MANEJO DE CONTRATOS A FUTURO EN COLOMBIA	51
10.	CONTRATOS DE OPCIONES	66
11.	DESARROLLO DE LOS CONTRATOS DE OPCIONES SOBRE DIVISAS	69
12.	ESTRATEGIAS PARA COBERTURA DE RIESGO CAMBIARIO CON OPCIONES EN COLOMBIA	71
13.	CONCLUSIONES	76
	BIBLIOGRAFIA	79

LISTA DE CUADROS

	Pàg
Cuadro 1. Características estandarizadas de los contratos a futuro en Colombia.	41
Cuadro 2. Diferencias de los contratos Forward y los contratos a futuro.	49
Cuadro 3. Estrategia de cobertura con contratos sobre divisas para un importador	54
Cuadro 4. Estrategia del especulador anticipando una disminución de los precios de las divisas	56
Cuadro 5. Condiciones del contrato para el importador colombiano.	59
Cuadro 6. Condiciones del contrato para el exportador colombiano	62

LISTA DE FIGURAS

	pàg
Figura 1. Ejemplo gráfico de un préstamo paralelo.	31
Figura 2. Ejemplo gráfico de un préstamo Back to Back.	32
Figura 3. Ejemplo gráfico de un Swap de divisas.	33
Figura 4. Gráfico contratos de opciones.	67

LISTA DE ANEXOS

	pàg
Anexo A. Resolución Numero 0457 del 15 de Julio de 1998 de la Superintendencia de Valores- Ministerio de Hacienda y Crédito Publico.	83
Anexo B. Resolución Numero 0659 del 7 de Octubre de 1998 de la Superintendencia de Valores- Ministerio de Hacienda y Crédito Publico.	98
Anexo C. Resolución Numero 0660 del 7 de Octubre de 1998 de la Superintendencia de Valores- Ministerio de Hacienda y Crédito Publico.	104

GLOSARIO

AGENTES A COMISION: Realiza negocios para terceros y cobran una comisión por hacerlo.

AGENTES LOCALES: Son personas individuales que añaden liquidez al mercado negociando con su propias cuentas.

BROKERS: Agentes Intermediarios.

CALL: Opción de compra.

CAMARA DE COMPENZACION: Es una institución establecida que garantiza a las partes el cumplimiento de las operaciones.

CONTAGO: Cuando el precio del futuro esta por encima del precio de contado del futuro esperado

CORROS DE NEGOCIACION: lugar donde tienen lugar normalmente la

negociación de los futuros.

COBERTURA O HEDGING: Las actividades relacionadas con el sector comercial internacional, son altamente riesgosas y susceptibles a situaciones poco predecibles con esto se controla los riesgos derivados de los cambios bruscos de cotización en las divisas y las fluctuaciones que presentan en los mercados.

DEVALUACION: Es la pérdida de valor de la moneda nacional frente a la extranjera.

DERIVADOS FINANCIEROS: Son contratos financieros cuyos valores se basan en los precios de otros activos conocidos como activos subyacentes(Forwards , Swaps , Caps, Floors , Opciones y Futuros.)

FOWARD: Contratos a plazo de cumplimiento financiero.

MARGINS: Depósitos de garantía.

MARGINS UP FRONT: Garantía inicial.

MERCADOS A FUTURO: Es donde se negocian monedas extranjeras para ser entregadas o recibidas en un tiempo futuro y con un precio fijado hoy.

MERCADOS CASH: Son los mercados que se utilizan a diario en forma común, en ellos se realiza la transferencia física de los bienes entre oferentes y demandantes.

MERCADOS TRADICIONALES: A estos mercados pertenecen los países con sistemas financieros estrictamente organizados y de gran trayectoria. Y se capta dinero a través de papeles fiduciarios de sólida reputación.

MERCADO LIBRE: En el cual no hay restricciones a los compradores y vendedores de divisas, y en el que la oferta y demanda determina la tasa de cambio.

OVER THE COUNTERS: Mercado no oficial o Extrabursatil.

OPCION DE COMPRA: La que da a su titular el derecho a comprar un bien un precio determinado en una fecha establecida.

OPCION DE VENTA: La que proporciona a su poseedor el derecho a vender un bien en una fecha determinada a un precio establecido.

PUT : Forma de reconocer en los mercados financieros la opción de venta.

PRECIO DE LIQUIDACION: Es la medida de los precios a los que el contrato se negocia inmediatamente antes de que la campana señale el cierre del negocio del día.

REVALUACION: Cuando la moneda nacional gana valor frente a la moneda extranjera ya sea por un factor real o por conveniencia.

SCALPERS: Operadores de un día o especuladores.

SPOT: Precio de las divisas de contado.

STRIKE PRICE: Precio de Ejercicio.

TASA REPO: Es la tasa relevante de interés libre de riesgo para muchos operadores que realizan arbitrajes en el mercado de los futuros.

UPTICK: Transacción precedente.

VALOR TERMINAL: Valor al vencimiento de una operación.

INTRODUCCION

El desarrollo de los mercados financieros, ha propuesto a inversionistas, exportadores e importadores de bienes y servicios, herramientas financieras como lo son los contratos a futuros y opciones, que permiten un acuerdo formal entre las partes de entrega futura de un activo, y a su vez la oportunidad de manejo y cobertura de las fluctuaciones y el riesgo cambiario, en el habitual intercambio de las divisas producto de su actividad. Sin embargo, es necesario que el empresario o el comerciante conozca de una manera practica la funcionalidad, que en el Comercio Exterior puede obtener del manejo de los contratos de futuros y opciones en su gestión y análisis del riesgo cambiario al que esta expuesto en su actividad.

Las innovaciones se producen por la existencia de cambios estructurales en el entorno, que llevan a demandar nuevas formas de desenvolvimiento por parte de los participantes en el sistema. La innovación financiera y comercial se desarrolla por similares motivos; los cambios en el entorno económico y la actividad financiera hacen surgir nuevas necesidades y

demandar soluciones a las mismas por parte de los agentes económicos. Actualmente, el riesgo derivado de la volatilidad de los precios es decir, la dependencia a la relación de cambio del valor de un producto con relación a otro similar pero expresado en moneda extranjera, y la cotización de los bienes y servicios en los mercados internacionales, afecta no solamente los beneficios esperados por una empresa, sino también pone en riesgo su propia supervivencia.

Los impredecibles movimientos en las tasas de interés, tipos de cambio y precios de las mercancías, provocan riesgos cambiarios y de competitividad para los productos nacionales, riesgos que un empresario no puede ignorar, ya que no es suficiente ser una empresa con la tecnología de producción más avanzada, los costos administrativos y de elaboración de productos o prestación de servicios más bajos, o el mejor equipo de mercadeo en el sector del comercio exterior, cuando existe la posibilidad que la volatilidad en la variable riesgo y el desconocimiento de herramientas para el manejo de las fluctuaciones cambiarias pueda provocar pérdidas que dejen a la empresa fuera del negocio.

Para el caso particular a tratar en este escrito, las variaciones en los tipos de cambio pueden generar complicaciones para el manejo de ventajas en calidad y precio de los productos en el mercado internacional, ya que tradicionalmente, el núcleo de los negocios se ha centrado en el manejo

del mercadeo, el transporte, la producción y la logística, pero el empresario ha desestimado la gestión y el manejo del riesgo cambiario como, pieza esencial para un eficaz desempeño de las empresas en sus actividades comerciales con el exterior. Significa esto que la fuente de ingresos de las empresas industriales y de servicios no solo se encuentra en los resultados de sus transacciones comerciales si no también en los resultados financieros, y las ventajas que una estabilidad cambiaría puede ofrecer a los productos, así como al agente económico involucrado la gestión y el manejo de los riesgos de fluctuación de los tipos de cambio y tasas de interés.

El mercado financiero nacional ha respondido, para subsanar y contrarrestar factores cambiarios que afecten directamente la competitividad de los productos y las utilidades esperadas por el comerciante, así como para combatir el incremento en la volatilidad de los precios y la incidencia en la creciente demanda internacional de productos que para casos como el colombiano la apertura de fronteras ha representado, ofreciendo a comerciantes y empresas una ampliación del rango de instrumentos financieros y estrategias que pueden utilizarse para la gestión de la exposición al riesgo de precios con instrumentos denominados derivados¹ o herramientas de segunda generación².

¹ Se denominan derivados porque su precio o valor depende directamente del activo negociado, y se deriva de él, lo que justifica su utilización como instrumento de cobertura.

El empresario colombiano es consciente que las fluctuaciones en los precios de las mercancías que se toman como materia prima en la actividad productiva pueden provocar alteraciones en los costos, de manera tal que estos hagan que productos sustitutivos del exterior, sean más asequibles para el consumidor final que los elaborados nacionalmente. Para evitar estos fenómenos los instrumentos derivados existentes permiten la transferencia del riesgo de precios a una tercera parte dispuesta a asumirlos con el fin de separar las contingencias procedentes de variaciones en el tipo de cambio del riesgo inherente a la actividad comercial.

Pero para que los instrumentos derivados tengan aplicabilidad en el sector del comercio exterior colombiano, es necesario que los usuarios potenciales de estos servicios, entre los que se cuenta los importadores y exportadores de bienes y servicios, inversionistas y en general todos los agentes interesados en el manejo de divisas, tengan un conocimiento profundo de estos instrumentos. Con el desarrollo de este documento se introduce al lector en el conocimiento y evolución de los mercados de divisas, así como la formación del tipo de cambio, Igualmente se explica los aspectos generales para el manejo de contratos a futuros y opciones

² La primera generación de instrumentos financieros está compuesta por los contratos a plazo. La segunda generación de instrumentos financieros está compuesta por los derivados (Opciones, Futuros y Swaps) y la tercera generación por combinaciones de derivados.

en los mercados internacionales y la actualidad de estos contratos en el país, analizando las ventajas y desventajas de su manejo y ofreciendo al lector mediante ejemplos prácticos estrategias de cobertura de divisas frente al riesgo cambiario al que está expuesto el sector del comercio exterior en Colombia.

Adicional a, el conocimiento adquirido por el lector, en el manejo de operaciones a plazo con divisas así como las oportunidades que estas brindan en el sector de comercio exterior, el agente involucrado en este tipo de operaciones, cuenta con mecanismos de información y divulgación ofrecidos por la Bolsa de Bogotá, que permiten un conocimiento más profundo de las ofertas actualizadas en este mercado, indicando su cumplimiento, fechas de vencimiento y la modalidad de la operación a que corresponde, de tal forma que el interesado en el manejo de este tipo de operaciones cuente con información clara y especializada que le permita desenvolverse eficazmente en el sector real.

1. EVOLUCION EN LA RESPUESTA QUE LOS AGENTES ECONOMICOS HAN DADO A LA DEMANDA DE NUEVOS PRODUCTOS FINANCIEROS.

A partir de la década de los setenta, los precios en los productos a nivel internacional abandonan la estabilidad que les caracterizaba y se trasladan a un entorno completamente nuevo en el que la incertidumbre sobre sus niveles futuros es total. Los mercados domésticos se enfrentan a un incremento en la variabilidad de los precios y consiguientemente al aumento de la inflación, que pronto es seguida de inseguridad sobre los tipos de cambios, tasas de interés y precios de los productos nacionales en el mercado internacional. Este incremento en la volatilidad de los tipos de cambio y la pérdida de estabilidad de los precios es producto del abandono del sistema de tipos fijos impuesto por el tratado de Bretton Woods, por otro en que los tipos de cambio fluctúan libremente.

Bajo el sistema de paridades fijas, tanto importadores como exportadores conocían de antemano lo que iban a pagar y cobrar respectivamente antes de cerrar una transacción, y en definitiva, el riesgo cambiario era nulo. Sin embargo, tras la ruptura del sistema establecido las condiciones cambiaron, debiéndose hacer frente, a partir de este momento, a la posibilidad de que los tipos de cambio evolucionaran en contra de una u otra parte en una transacción internacional. El beneficio comercial del agente involucrado podía, y así ocurre a menudo, evaporarse si su moneda se debilitaba enormemente y las mercancías estaban valoradas en la moneda de la contraparte. Cabe anotar que esta volatilidad afecta no sólo el flujo de mercancías, sino también la rentabilidad real de los activos domésticos frente a los extranjeros dado que por movimientos adversos en los tipos de cambio esto puede eclipsar las utilidades que estos puedan recibir producto de pagos por intereses u otra renta recibida de un activo denominado en moneda extranjera. Consecuentemente, esta variabilidad influye negativamente en la distribución de monedas en las carteras de inversión, ya que tanto prestamistas como prestatarios intentarán diversificar su riesgo de cambio manteniendo activos o pasivos en diferentes divisas o acudiendo a las monedas “refugio”³.

Los contratos a futuro en divisas habían estado disponibles durante décadas en los mercados internacionales pero su manejo era netamente

³ Véase el caso de la tormenta monetaria de principios de 1995, con la fuerte apreciación del marco alemán en detrimento del dólar norteamericano y las monedas

institucional y es solo hasta los años setenta cuando el mercado asume su existencia. Esto debido a que un contrato a término implicaba la extensión de un crédito, por lo que el mercado a futuro se convirtió en un primer momento en un mercado interbancario, razón por la cual muchas empresas que se enfrentaban a riesgo cambiario no eran capaces de obtener ventajas de este mercado.

En esta situación, el mercado financiero respondió a la creciente necesidad de cubrir el riesgo cambiario creando un amplio abanico de instrumentos de cobertura. El primero en aparecer fue el Contrato de Futuros sobre divisas. En mayo de 1972, el Mercado Monetario Internacional (IMM) del Chicago Mercantile Exchange⁴ (CME) comenzó a negociar contratos de futuros sobre la libra británica, el dólar canadiense, el marco alemán, el Yen japonés y el franco suizo⁵.

Los contratos de opciones en divisas siguieron de cerca la aparición de los Swaps, en diciembre de 1982, la Philadelphia Stock Exchange⁶ (PHLX) introdujo un contrato de opciones sobre la libra británica, que fue seguida de opciones sobre el dólar canadiense. El marco alemán , el Yen

más débiles del Sistema Monetario Europeos.

⁴ Bolsa de Intercambio Mercantil de Chicago.

⁵ Posteriormente ampliaría su oferta a otras monedas, franco francés en 1974, el ECU (Hoy Euro) en 1986, y el dólar australiano en 1987. Actualmente se están realizando estudios en este mercado para incluir otras monedas, aunque aún no existe una propuesta definitiva.

⁶ Bolsa de valores y cambios de Philadelphia.

japonés y el franco suizo en enero de 1983. El CME⁷ siguió con la introducción de opciones sobre divisas, incorporando todos estos contratos entre 1984 y 1986.

Los bancos comerciales respondieron ofertando a sus clientes opciones sobre divisas OTC (over the counter) o negociadas en mercados no organizados, así como contratos Forward con características similares a los de las opciones. Adicionalmente a los instrumentos financieros, la volatilidad de los tipos de cambio de las divisas provocó la aparición de valores híbridos, que no son más que la combinación de un instrumento de extensión de crédito y uno o más instrumentos financieros. Como por ejemplo el préstamo denominado en doble divisa que apareció en 1985, o el préstamo en el que el banco puede convertir la deuda a otra moneda en una fecha futura a un tipo de cambio especificado⁸.

En Colombia se han venido realizando operaciones a futuro a partir de la Resolución 51, de diciembre de 1992 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público con la cual se autorizó a las entidades financieras a operar dentro del mercado a futuros en la modalidad Forward peso dólar. En septiembre de 1993 con la resolución 21, se dio vía libre al manejo de todos los derivados tanto en el mercado nacional como en el internacional, pero es

⁷ Chicago Mercantile Exchange

⁸ Un préstamo denominado en dos monedas se emite en una divisa. Pero el banco tiene el derecho a convertirlo en otra divisa al tipo de contado del origen de la operación , generalmente un año después de su establecimiento.

solo hasta el 15 de julio de 1998 que el Ministerio de Hacienda y Crédito Publico mediante la resolución numero 0457, Autoriza el reglamento conjunto de operaciones a plazo presentado por la Bolsa de Bogotá S.A. , La Bolsa de Medellín S.A. y la Bolsa de Occidente S.A.

Cabe anotar que mediante la resolución numero 0457 de Julio 15 de 1998 el Ministerio de Hacienda y Crédito Publico genera el espacio propicio para el desarrollo del Mercado de futuros en Colombia, conexo a esto el día 7 de octubre del mismo año mediante la resolución 0659 y 0660⁹ autoriza a la Bolsa de Bogotá a contratar operaciones a plazo de cumplimiento financiero sobre la DTF y operaciones a plazo de cumplimiento financiero sobre la TRM respectivamente, iniciando de esta manera un mercado de futuros normalizado y legalmente constituido para Colombia. Aunque es necesario enunciar que el inicio de las operaciones a futuro en Colombia se ha obstaculizado por la declaratoria de la Emergencia Económica dictada por el gobierno nacional, ya que obliga al pago de un impuesto del dos por mil por cualquier tipo de movimiento financiero, lo que afecta enormemente el margen de utilidad de los participantes de la rueda de futuros. Por esta razón la Bolsa de Valores de Bogotá por decisión de su presidente el Dr. Roberto Torrado, ha resuelto aplazar indefinidamente la ejecución de operaciones a futuros en esta bolsa de Valores, quedando a la espera según informa la Dra. Flor

⁹ Se analiza detenidamente estas resoluciones en el documento numeral 6. Instrumentos Financieros de Cobertura de Riesgos Cambiarios en Colombia

Ligia Gutiérrez (Analista de Operaciones Financieras de la Bolsa de Valores de Bogotá.) Que las condiciones económicas del país permitan poner en marcha el mercado de futuros en Colombia y permita vincular al crecimiento económico a la mayoría de la población así como fortalecer el mercado de capitales en Colombia.

Igualmente el día 13 de Julio de 1998 que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió el Decreto 1310 mediante el cual se faculta a algunos establecimientos financieros como los bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial a establecer garantías para la realización de operaciones con futuros y opciones. Esta medida le abre el camino a un mercado organizado de derivados en Colombia por cuanto crea el espacio para que el sistema financiero, participante por excelencia de estos mercados constituya directamente las garantías por las operaciones que realicen.

Dadas las condiciones establecidas por artículo Primero del decreto en mención; “ Las garantías que otorguen los establecimientos bancarios, corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial para respaldar operaciones con derivados, transferencias temporales de valores y operaciones asimiladas que ellos celebren, deberán consistir en depósitos de dinero o en valores que se encuentren en depósitos centrales de valores administrados por sociedades autorizadas para tal fin o por el Banco de la República “. Antes de la norma, las entidades

financieras tenían la restricción legal de constituir garantías, de manera que las operaciones de derivados por Bolsa, como las operaciones a plazo de cumplimiento efectivo eran realizadas por ellas únicamente cuando las firmas comisionistas constituían las garantías correspondientes.

Como las operaciones con derivados no negociadas en bolsa de valores o comúnmente llamadas no bursátiles no es exigible ningún tipo de garantía, en el mercado colombiano las entidades financieras se han enfocado más en la realización de Forward, Swaps y Opciones no bursátiles, que en la utilización de instrumentos bursátiles del mercado de derivados, los cuales requieren la constitución de garantías, Por lo tanto, la norma le abre un espacio importante a las operaciones a plazo en bolsa que ahora podrán ser empleadas por las entidades financieras como instrumentos de cobertura.

2. FORMACION DEL TIPO DE CAMBIO

Las relaciones económicas internacionales, cualquiera que sea la forma en que éstas puedan desarrollarse (Intercambio de bienes y servicios, capitales, transferencias, etc.), exigen el establecimiento de una medida aceptada por todas las partes actantes, para poder efectuar las transacciones con una garantía de equilibrio en las equivalencias de sus monedas nacionales con respecto a su poder adquisitivo. Esta medida aceptada es la divisa, y su concepto es más amplio que de moneda extranjera; de hecho, puede ser cualquier medio de pago y posición en moneda extranjera.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus cuadros estadísticos de balanza de pagos y en otros informes sobre las reservas de los países delimita el concepto de divisa para los importes incluidos bajo esta

rúbrica: “ Las divisas incluyen los títulos de crédito de las autoridades monetarias frente a no residentes en forma de depósitos bancarios, letras de tesorería, valores públicos a corto y largo plazo, unidades monetarias europeas y otros títulos de crédito utilizables en caso de déficit de balanza de pagos, incluidos los títulos de crédito no negociable provenientes de acuerdos entre bancos centrales o entre gobiernos, con independencia de que estén denominados en la moneda del país deudor o acreedor “.

2.1 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA FORMACION DEL TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio se puede definir como el precio de una moneda respecto a otra y se puede expresar como el número de unidades de una moneda que se intercambian por una unidad de otra moneda. De esta forma se pueden diferenciar dos clases:

- El *tipo de cambio nominal o directo* que ofrece la relación entre dos monedas diferentes referenciando el valor de una unidad monetaria extranjera en términos de moneda nacional. Por ejemplo 1 USD = \$ 1.590

- El *tipo de cambio cruzado* que ofrece esa misma relación pero obtenida a través de los tipos de cambio que dichas monedas mantienen con una tercera y se utiliza para conocer la relación de intercambio entre dos monedas cuando no se cotiza en el mercado pero sí se negocia la relación de esas monedas con una tercera.

Los factores que influyen en el tipo de cambio son aquellos que hacen variar las exportaciones e importaciones, tanto de bienes y servicios como de capitales puesto que éstos son los componentes de la oferta y demanda de divisas, que en último término determinan el tipo de cambio.

En general, las variables que habrán de tenerse en cuenta son las que afectan la balanza por cuenta corriente y la balanza por cuenta de capital como lo son:

- La diferencia entre la inflación o índice de precios al consumidor del país con otro u otros con los que se compara . Si esta diferencia es creciente indica que los precios de los bienes en un país están aumentando más rápidamente que en otro , lo que conlleva pérdidas de competitividad vía precios. La consecuencia de ello es un encarecimiento de los productos que se traduce en menores exportaciones, y un relativo abaratamiento de los bienes extranjeros que hace crecer las importaciones, El efecto que se produce sobre el tipo de cambio es una

depreciación y si se da una diferencial contraria hace que el tipo de cambio se aprecie.

- Otro factor que influye en la formación del tipo de cambio es el diferencial de intereses que expresa la rentabilidad relativa de las diferentes monedas. Aunque no es razón suficiente , unos mayores tipos nominales atraen al capital extranjero, sobre todo capital a corto plazo. La entrada de capitales provoca apreciaciones en el tipo de cambio mientras que las salidas de los fondos, lógicamente, deprecian la relación de intercambio de las monedas.

- Por ultimo cuando la renta real de los ciudadanos aumenta, esto repercute de manera directa en las importaciones y exportaciones, sin embargo las primeras crecen más rápidamente que las segundas, lo que se traduce en una depreciación de la moneda, ocurriendo lo contrario en el caso de que la renta real disminuya porque decrecen las importaciones.

Al ser los principales partícipes las instituciones financieras, como intermediarias definen el tipo de cambio y son reguladas por el Banco de La República que mantiene o incrementa el piso y techo de la banda cambiaria mediante intervención directa a fin de desarrollar la política cambiaria presupuestada para el año corriente. Dado a la inestabilidad del

peso el tipo de cambio no permanece fijo, sino que fluctúa con el tiempo.

Cuando son las fuerzas del mercado (oferta y demanda) las que originan la alteración del tipo de cambio, se dice que ha habido una apreciación o depreciación , según el caso. Si es el Banco de la República la que decide modificar la relación d cambio de su moneda, se dice que la moneda se ha devaluado o revaluado dependiendo del sentido de la variación.

3. MERCADO DE DIVISAS

El mercado de divisas o mercado de cambios es donde se establece el valor de las monedas en que se van a realizar las transacciones internacionales. Como sucede en la mayor parte de los mercados de carácter financiero, no tiene sede física concreta, por lo que existirá mercado de divisas siempre que oferentes y demandantes se pongan de acuerdo para efectuar una transacción a un determinado precio, Sin embargo, el precio no tiene aquí el mismo sentido que en el resto de mercados, puesto que se trata de una relación de intercambio.

Respecto al mercado internacional de divisas, se trata de un típico mercado de mayoristas en el que intervienen las entidades de crédito de la mayoría de los países, los bancos centrales, especialmente aquellos cuya moneda es convertible, grandes empresas multinacionales e inversionistas institucionales que operan en el mercado internacional tanto de bonos como de activos líquidos en divisas. Se trata de mercados especializados en los que los operadores expertos, son los cambistas, que negocian transacciones en divisas por cuenta de las instituciones para las que trabajan.

Los mercados de divisas a nivel internacional operan las veinticuatro horas del día de modo continuo, puesto que se solapan los principales centros de contratación, por franjas horarias convencionales, con horas de apertura típicas. Así los mercados de Extremo oriente son los primeros en iniciar las operaciones cada día , a continuación los mercados europeos y finalmente los americanos, respetando en la hora de comienzo las diferencias horarias¹⁰.

3.1 TIPOS DE OPERACIONES EN EL MERCADO DE DIVISAS

¹⁰ Este es el llamado proceso de internacionalización de los mercados financieros.

En términos de mercado de divisas. Las operaciones al contado o spot son aquellas en las que una divisa se intercambia por otra a un precio determinado, con la obligación para ambos participantes de entregar las respectivas cantidades de moneda no más tarde de dos días hábiles, para el caso colombiano los sábados no son considerados como tales. Por ser mercados globales los mercados de divisas deben superar la dificultad que supone la existencia de diferencias temporales entre mercados con distinta franja horaria, por lo que el valor de una operación con fecha futura similar en dos días diferentes no es operativo.

En los mercados de divisas existe un tipo de operación en el que las transacciones a plazo directas se contratan de forma estandarizada en mercados organizados; Sin embargo, estas son negociadas mas no contratadas en mercados no organizados y son transacciones de futuros. Igualmente hay un tipo de transacción de divisas que son las transacciones de opciones , en estas el titular o comprador adquiere el derecho, aunque no la obligación de efectuar una compra o venta de una divisa contra otra al emisor o vendedor. Las opciones se contratan tanto en mercados organizados como en mercados no organizados, diferenciándose, entre otras cosas, por la estandarización o no de los términos de los contratos.

Por otra parte cualquier transacción en el mercado de divisas que implique la entrega de las mismas en un plazo superior a dos días hábiles después

de haberse efectuado la operación es denominada operación a plazo. Hay que considerar que debido a la inestabilidad característica del peso colombiano, raramente el precio de la divisa al contado coincide con el precio futuro o a plazo (Forward price) debido a dos factores que influyen constantemente en esta disparidad;

3.1.1 La diferencia de las tasas de interés de las respectivas divisas.

En cuanto a la diferencia en las tasas de interés se refiere , este influye de una forma predominante en la cotización de los contratos a plazo. Por las características de las tasas de interés estas pueden verse afectadas por situaciones del mercado, por ejemplo cuando es conocido por el mercado que una devaluación o revaluación de una determinada moneda es inminente, el precio de un contrato a plazo se moverá de acuerdo con las expectativas que el mercado tenga de esa determinada divisa, arrastrando tras de sí las tasas de interés.

3.1.2 La tendencia al alza o la baja de la divisa propia.

Normalmente los precios Forward o futuros son diferentes a los precios de contado, si esto ocurre puede suceder que el precio a plazo sea superior al de contado, con lo que se dice que la divisa cotiza con prima a plazo, y si el precio a contado es superior al precio a plazo, se dirá que la divisa cotiza con descuento, Normalmente, las monedas débiles como el peso colombiano cotizan con descuento frente a las mas fuertes.

4. EXPOSICIÓN AL RIESGO CAMBIARIO EN EL MERCADO COLOMBIANO

Para el empresario nacional al igual que todos los actores del comercio Internacional en Colombia es de vital importancia considerar el riesgo cambiario, un aspecto a tener en cuenta en el proceso de comercialización y distribución de su producto alejándose totalmente de las directrices y costumbres arriesgadas para el manejo de divisas que hasta el momento ha utilizado, y que establece el manejo cambiario por medio de

perspectivas y con una visión conformista de las variaciones que en el precio de sus divisas este pueda tener.

Para lograr una efectiva administración del riesgo cambiario es necesario conocer que el riesgo de cambio es originado por la imprevisible evolución en el tiempo del precio especificado en una moneda de un activo denominado en otra distinta. De esta forma, todos los agentes económicos que realizan actividades con el extranjero (exportación e importación), están sujetos al riesgo de cambio, y vale la pena agregar que no solo se verán expuestos al riesgo de cambio los agentes económicos nacionales que tengan relaciones en el extranjero sino también aquellos inversionistas colombianos que tengan inversiones o piensen realizarlas en el exterior.

La formación misma del cambio permite prever las fluctuaciones de las divisas, pero el riesgo cambiario, además de esta fluctuación, estará determinado por el grado de exposición de la empresa o el agente económico a dichas variaciones. Esta exposición dependerá de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera que posean, y podrá realizarse de forma global, por divisas, e incluso por países.

La persona que desea manejar el riesgo cambiario con el propósito de obtener beneficio por las variaciones en su tipo de cambio, es decir, que

toma posiciones en una divisa o especula con la divisa, está igualmente tomando de forma voluntaria un riesgo de cambio. Obviamente, la exposición al riesgo de cambio será tanto mayor cuanto más grande sea la presencia del agente en los mercados internacionales, y dependerá tanto de la probabilidad existente de variación de los tipos de cambio como de la amplitud de dicha variación.

La existencia de este tipo de riesgo ya sea para quien está interesado en vender o comprar productos en el exterior o para la persona que especula con divisas, hace necesaria la formulación de estrategias que tengan presente su gestión, para lo cual, es imprescindible por parte del agente expuesto efectuar una identificación y evaluación constante de las herramientas financieras proporcionadas por el mercado nacional, valorando así el nivel de exposición al riesgo cambiario de sus productos.

5. LA BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA

Colombia ha construido tras décadas de esfuerzos, un sistema de financiamiento para las actividades agropecuarias, por la vía de las inversiones forzosas de la banca comercial, las cuales fueron administradas en un principio por el Banco de la República mediante el

Fondo Financiero Agropecuario y luego por un ente de economía mixta como lo es FINAGRO, que mediante estrategias como el redescuento automático o la sustitución de las inversiones forzosas han posibilitado que la Banca tanto pública y privada irrigen recursos al campo. Aunque el sistema establecido en concepto general ha sido exitoso, la inflexibilidad de las captaciones de Finagro, así como la crisis del sector productivo y de la Caja Agraria así como la morosidad de la cartera agropecuaria ha puesto en evidencia la necesidad de cambios en el sistema que permita una mayor fortaleza del sistema mismo y fallas en el mercado de capitales en Colombia.

Para responder a las dificultades que genera la volatilidad en los precios y la falta de respuesta de la banca al financiamiento de actividades, que aún siendo seguras y rentables no encuentran el apalancamiento necesario para crecer, la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA) surge en Colombia como la pionera y hasta ahora única empresa que funciona bajo la modalidad de mercado de físicos, en el país, lo que ha permitido desarrollar una gran experiencia en este tipo de transacciones y adaptar las innovaciones del mercado en su estructura.

5.1 ESTABLECIMIENTO DE UN MERCADO DE FUTUROS EN LA

BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA

A partir del proceso de apertura comercial que se inició al finalizar 1989, la modernización de todas las actividades productivas, la ampliación de los mercados de capitales y la consolidación del crecimiento de los sectores con ventajas competitivas en el mercado global, y consientes de la posición del sector agropecuario como un sector bastante sensible a las variaciones de precios, surge la urgencia de la constitución de un mercado de futuros y opciones en Colombia, de manera tal que sea posible “transferir los riesgos de las variaciones de precios en la economía, con la participación de los sectores privados interesados y la intervención de inversionistas que encuentran en esos mismos cambios la oportunidad de hacer ganancias” ¹¹.

Según la información suministrada por la Dra. Esperanza León (Gerente Bolsa Nacional Agropecuaria) la bolsa quiere construir en lo pertinente a los productos del campo un mercado de futuros y opciones que ofrezca a los productores agropecuarios, que hoy cada vez más dependen de sus precios de los mercados internacionales, y a los importadores de materias primas un servicio mediante el cual pueden utilizar la compra de contratos a futuros como un mecanismo de cobertura a la variación de los precios.

¹¹ Economía Bursátil del Sector Agropecuario No 10- Octubre de 1998., Publicaciones Bolsa Nacional Agropecuaria, Santa fe de Bogotá D.C.

Actualmente la Bolsa Nacional Agropecuaria maneja contratos Forward sobre productos agrícolas obteniendo un alto grado de aceptación del sector real y muy buenos resultados en el mercado de físicos y derivados, e involucrando las innovaciones de su estructura al mercado financiero mediante la negociación de REPOS sobre Certificados de Productos Agropecuarios así como la implementación aun en proceso de desarrollo, de operaciones de recompra de cosechas mediante certificados de Depósito de Mercancías, expedidos por los Almacenes Generales de Depósitos, que permiten que un productor obtenga recursos Inmediatos con la venta de sus certificados y el compromiso de recomprarlo en un lapso no superior a 150 días, ni inferior a 30 días. Este nuevo instrumento busca que los grandes inversionistas, tales como Bancos, Corporaciones Financieras, CAVS, etc., participen en el mercado, dándole al instrumento la liquidez necesaria para que permita al Agroindustrial, Comerciante, Agricultor pueda utilizar sus inventarios para obtener capital de trabajo a unas tasas razonables y lanzar al mercado un instrumento de renta fija a corto plazo que brinde al inversionista excelentes condiciones de negociación.

5.2 ESTRUCTURA DE LA BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA

Para La Bolsa Nacional Agropecuaria es necesario construir una cultura que permita la incorporación del tema dentro de la agenda de los inversionistas, para lo cual la BNA cuenta con un Sistema Integrado de Información Bursátil la que permite la operación sistemática de precios, volúmenes, variedades, calidades, empaques, fechas y sitios de entrega, y funciona de manera integrada con los gremios de la producción, las entidades y los agentes de mercado, de esta forma brinda la oportunidad de disponer de una herramienta de análisis que permite tomar decisiones en función de acceder a una mayor capacidad negociadora. Y ofreciendo a sus usuarios información no solo de los mercados nacionales sino las cotizaciones en las diversas bolsas del mundo así como tendencias de la oferta y demanda.

Igualmente dentro de su estructura de operaciones la Bolsa Nacional Agropecuaria cuenta con un Centro de Conciliación y Arbitraje que es el organismo encargado de procurar que las controversias que se susciten en desarrollo de las operaciones que se realicen a través de la Bolsa Nacional Agropecuaria se solucionen mediante los mecanismos de la Conciliación , La composición o el Arbitraje.

El área técnica o Grupo Técnico que es el soporte analítico de seguridad comercial que ofrece la bolsa en cuanto a calidad de productos, Inspección de lotes y muestreo, Supervisión de mercancías, Asistencias y consultorías, Certificados de calidad sobre muestras recibidas que garantiza la evaluación de los resultados.

La Mesa de Futuros y Opciones que es un nuevo servicio de la Bolsa Nacional Agropecuaria que brinda información segundo a segundo en cotizaciones, noticias y reportes de clima de los mercados internacionales, brinda asesoría en el establecimiento de posiciones y estrategias de negociación y elabora seminarios y cursos internacionales que permitan promover estos nuevos instrumentos para el sector agropecuario.

Cabe anotar que aunque la Bolsa Nacional Agropecuaria realiza operaciones Forward de mercancías agrícolas, es la experiencia mas cercana que en manejo de futuros se tiene en Colombia, y gracias a la aceptación y los excelentes resultados que esta ha obtenido, con un valor total de transacciones de \$2.121.091.800 acumulado de octubre de 1997 y Octubre 1998¹² , ha permitido crear una Cámara de Compensación, que asegura y garantiza el cumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones que se realizan a través de la Bolsa, administrando los recursos que sean necesarios para garantizar su liquidez.

La creación de la Cámara de Compensación representa el primer y mas firme paso para la creación de un mercado organizado de contratos de Futuros y Opciones, constituyéndose la cámara en el comprador de los vendedores y el vendedor de los compradores, al garantizar la entrega y pago de los productos, haciendo efectivas las garantías y el pago de las indemnizaciones a que haya lugar, a favor de los afectados en caso de incumplimiento de alguna de las partes.

6. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE PERMUTA DE DIVISAS

Antecediendo a la utilización de los futuros y opciones como herramientas de cobertura de riesgos, se contaba, con instrumentos financieros de uso actual para el manejo de divisas y endeudamiento en moneda extranjera, los que permiten el intercambio de divisas por acuerdo entre las partes, y

xlii

¹² Fuente: Subgerencia de Operaciones BNA, Grupo de precios y estadísticas.

obligaciones informales de cumplimiento entre las mismas; Una de estas son los swap de divisas, los cuales son considerados un contrato en la que dos partes se intercambian cantidades específicas de distintas divisas en una fecha determinada, con el compromiso de reembolsarlas a plazo de acuerdo a condiciones fijadas que reflejaran los abonos de intereses y la amortización del capital.

Anterior a la utilización de este tipo de contrato en los mercados de divisas existían los llamados préstamos paralelos, consistentes en el intercambio entre dos empresas de un préstamo de igual valor y vencimiento pero denominado en diferente moneda.

Para ilustrar mejor el caso, se toma una empresa Colombiana que necesita dólares para su filial en Estados Unidos mientras que posee excedentes de pesos. Por otro lado, una empresa de Estados Unidos precisa pesos para su sucursal en Colombia, mientras que cuenta con gran cantidad de dólares, Por lo tanto, acuerdan un préstamo paralelo por el que se intercambian divisas por el mismo valor. De acuerdo a los tipos de cambio vigentes y al mismo vencimiento, es decir, dólares de la empresa Norteamericana a la filial Colombiana y pesos de la empresa colombiana a la sucursal americana, acordando igualmente una tasa de interés a pagar por dichos préstamos

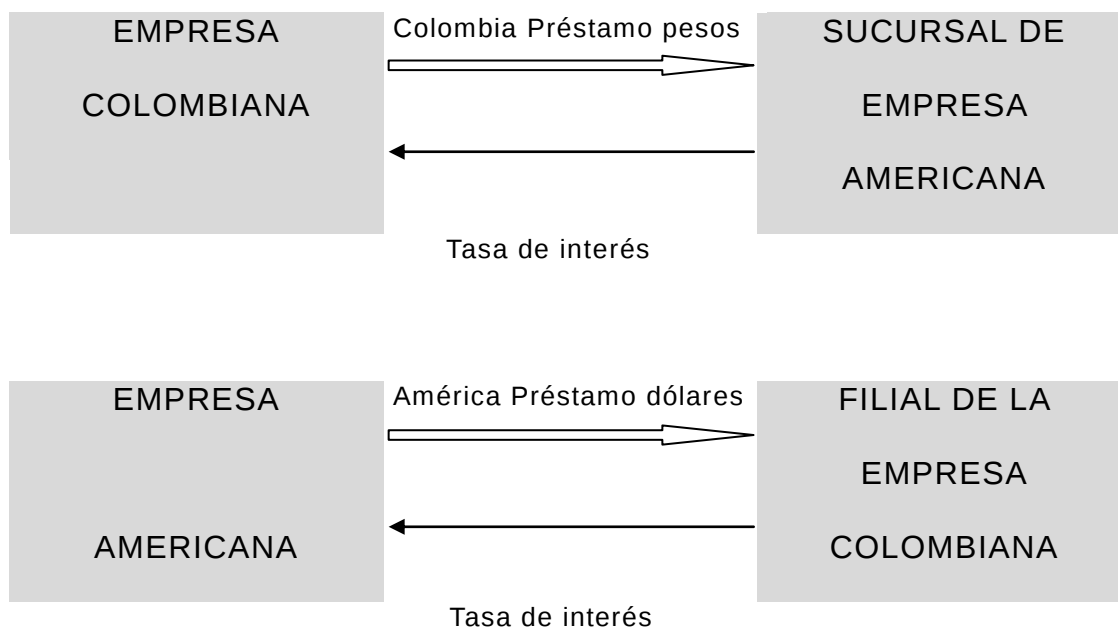


Figura 1. Ejemplo gráfico de un préstamo paralelo.

Sin embargo este tipo de préstamos presentaba algunos inconvenientes como son: el incumplimiento del contrato por una de las partes lo cual no eximía a la otra de sus obligaciones. Igualmente aún en caso de cancelación de la operación, seguía incluyéndose en el balance con fines contables y legales. Por problemas como estos apareció un tipo de préstamo recíproco entre dos entidades de diferentes países de un capital denominado en diferente moneda, por el mismo valor y vencimiento, de acuerdo a los tipos de cambio vigentes, pagando por el mismo el tipo de interés que se acuerde. En la fecha de vencimiento, el capital de cada préstamo es devuelto al tipo de cambio de contado vigente al comienzo de

la operación, de esta manera mediante este tipo de préstamo el denominado back to back se evitaba el incumplimiento por una de las partes, pero se estaba limitando la transacción a solo dos empresas.

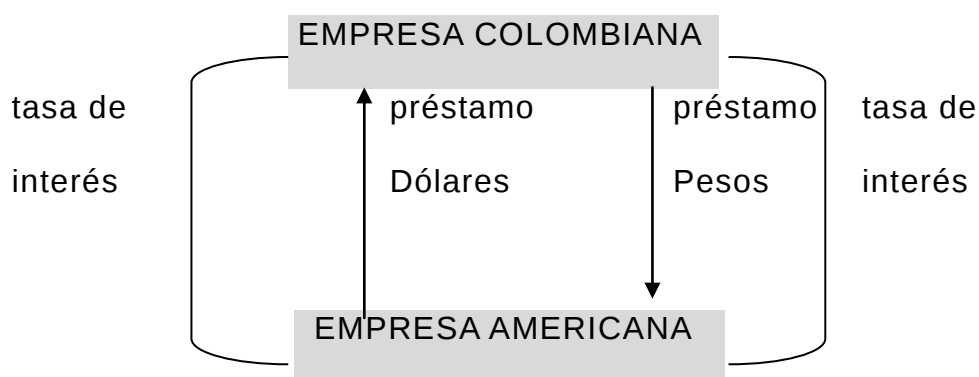


Figura 2. Ejemplo gráfico de un préstamo back to back.

Posterior al manejo de los préstamos back to back aparece el Swap de divisas en sí, este contrato financiero es firmado entre dos partes y en él acuerdan intercambiar los créditos adquiridos por cada una de las partes en moneda nacional por igual cuantía pero denominados en diferentes monedas, durante un plazo de tiempo determinado, en el que ambos responderán al pago de los intereses recíprocos correspondientes a cada préstamo. Para este tipo de Swap en la fecha de vencimiento, las divisas son nuevamente intercambiadas aplicando el mismo tipo de cambio de contado del momento en que se acordó.

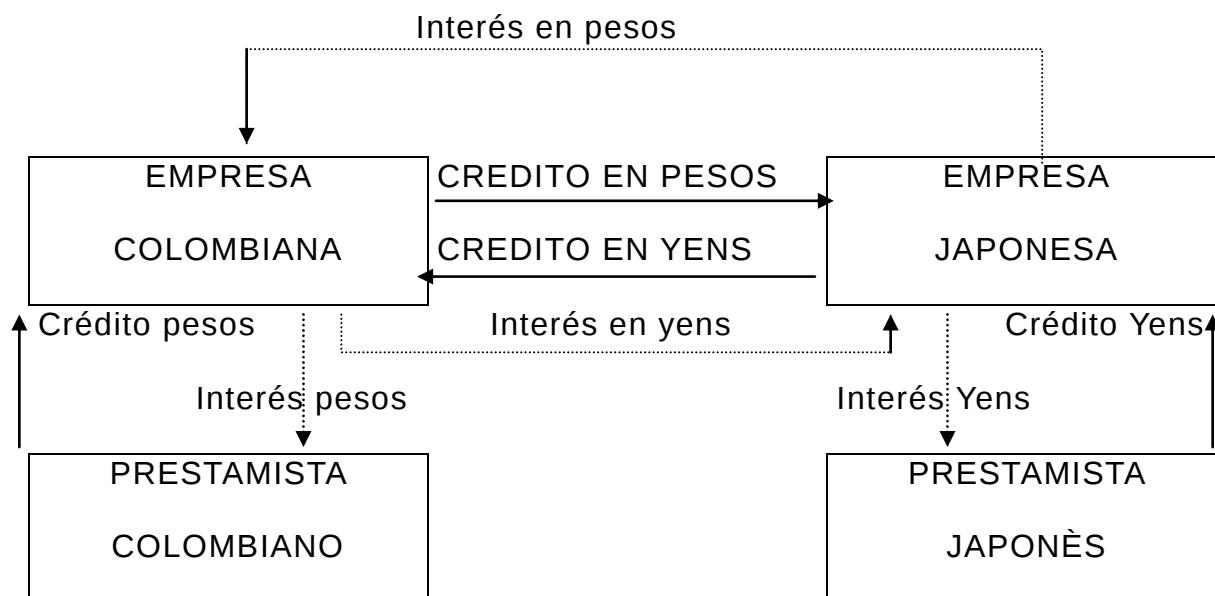


Figura 3. Ejemplo gráfico de un Swap de divisas.

La justificación de este tipo de acuerdos obedece a la posibilidad de un acceso más fácil al mercado de una determinada moneda, eliminando así las posibles barreras de entrada o controles de cambio y reducir los costos de la operación.

6.1 APLICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE PERMUTA DE DIVISAS EN EL ENTORNO COLOMBIANO

Para considerar un caso práctico podemos suponer que una empresa

colombiana y una japonesa presentan similares características, es decir desean endeudarse en Yenes y Pesos respectivamente y aunque se encuentran bien catalogadas financieramente en sus países de origen no ocurre lo mismo en el mercado Internacional; para dar aplicación a los swap de divisas y aprovechar sus ventajas comparativas para solucionar sus necesidades de recursos piden prestado en sus respectivos mercados y en sus propias monedas una cantidad equivalente, aplicando el tipo de cambio de contado y por el mismo periodo de tiempo. Posteriormente y luego que los desembolsos hayan sido realizados se intercambian los prestamos tomados y acuerdan pagar los intereses recíprocos que generan dichas deudas durante el tiempo que dura la operación. Al vencimiento se vuelven a intercambiar los prestamos aplicando el mismo tipo de cambio de contado al que se cruzo el acuerdo. Estas operaciones en el mercado internacional pueden y normalmente así ocurre, realizarse a través de intermediarios financieros.

Es importante señalar que, en el momento del acuerdo swap¹³, la transacción se realiza por igual valor en la moneda nacional para cada una de las partes, y las devaluaciones o revaluaciones de una divisa respecto a la otra quedan compensadas por la diferencia de tipos de interés, ya que de no ser así, se producirían operaciones de arbitraje que llevarían al equilibrio.

Para el empresario colombiano que conoce del manejo de los contratos swap es importante tener en cuenta las ventajas que operar con estos contratos le trae a sus negocios. En primera medida cada una de las partes obtiene fondos con un costo menor que si los hubiera adquirido directamente dado que evita la cancelación de comisiones a intermediarios financieros, costos de tramite y posicionamiento financiero en el mercado externo; también el manejo de estos contratos permite la gestión de las obligaciones de la empresa a través de la alteración del perfil de los intereses de la deuda lo que significa la posibilidad de adquirir un crédito con una tasa de interés menor a la del mercado local , y por ultimo es posible, la cancelación del swap a un buen precio en el caso que el tipo de cambio del peso con respecto a las monedas extranjeras fluctúe a nuestro favor.

De igual manera es necesario tener conciencia de los inconvenientes que se pueden presentar al operar estos contratos, por que dado el caso de incumplimiento de una de las partes, la otra asume el riesgo de crédito¹⁴, también puede ser muy caro finalizar el contrato swap si las condiciones del mercado varían por situaciones extremas en el mercado donde se adquirió el préstamo como puede ser una inflación acelerada de la

¹³ Un swap de divisas tradicional aseguraba la permuta de dos monedas en un momento futuro a un cambio fijado con anterioridad, que podía o no coincidir con el tipo de contado vigente en la fecha del acuerdo.

moneda o incrementos excesivos en las tasas de interés por situaciones ajenas a nuestro control.

7. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE COBERTURA DE RIESGOS CAMBIARIOS EN COLOMBIA

¹⁴ Aunque esto puede solucionarse contratando la operación a través de un intermediario financiero. xlix

Mediante las resoluciones 659 y 660 de 7 de octubre de 1998 la Superintendencia de Valores autorizó por primera vez el manejo para la Bolsa de Bogotá S.A. los Contratos de Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF) sobre el indicador de rentabilidad denominado Depósito a Término Fijo (DTF) a noventa días (DTF 90) y sobre el indicador de tasa de cambio de pesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominado Tasa Representativa del Mercado (TRM) respectivamente que son contratos de cobertura de riesgos a futuro. Según el reglamento conjunto que las enmarca¹⁵, las OPCF Pueden versar sobre contratos de índices bursátiles, índices de divisas o indicadores de rentabilidad. Los contratos deben definir las condiciones básicas de negociación en términos del activo subyacente, del tamaño del contrato , de la fecha de cumplimiento, de los montos de garantías, etc. Estas características son estandarizadas de manera similar a los contratos de futuros, buscando con ello que los inversionistas se adecuen a condiciones homogéneas que le den liquidez a las OPCF.

Los contratos autorizados por la Superintendencia de Valores, definen las condiciones generales en cuanto a las especificaciones técnicas, los horarios de negociación, las garantías exigidas, las condiciones de liquidación de los contratos y, el cumplimiento anticipado de las operaciones a plazo.

7.1 CARACTERISTICAS ESTANDARIZADAS DE LOS CONTRATOS A FUTURO EN COLOMBIA

Mediante la resolución número 0660 de 1998 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público autorizó a la Bolsa de Bogotá S.A. el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de tasa de cambio de pesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominado Tasa Representativa del Mercado, lo cual deja a la Bolsa de Bogotá como la única entidad a la fecha, debidamente legitimada y autorizada a efectuar este tipo de contratos en Colombia.

En estas condiciones el manejo de las operaciones a plazo sobre la TRM queda completamente estandarizadas para el territorio nacional y por el momento solo puede ser efectuadas operaciones de este tipo en la Bolsa de Bogotá aunque como ya fue enunciado la ejecución de operaciones a futuros en Colombia se encuentra estancada por la declaratoria de la emergencia económica de Noviembre de 1998.

Las especificaciones técnicas sobre las operaciones a plazo sobre la TRM para Colombia cumplen principalmente las siguientes características. “ El

¹⁵ Resolución 457 del 15 de Julio de 1998 de la Superintendencia de Valores.

contrato TRM tiene como activo subyacente la tasa de cambio de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos de Norte América, para un monto de Veinticinco Mil (USD 25.000,00) dólares americanos. Por virtud de dicho contrato, las partes se obligan a pagar en moneda legal colombiana y en la fecha prevista para el vencimiento pactado, la diferencia entre el valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado del activo subyacente para la misma fecha de vencimiento, de acuerdo con las “ Condiciones de Liquidación en el vencimiento del Contrato ” determinadas en el numeral IV de estas condiciones Generales, “ Los derechos y obligaciones contraídas por las partes contratantes – sociedades comisionistas de bolsa- como resultado de la celebración de una operación sobre algún contrato TRM serán los determinados en el Reglamento General de Operaciones a Plazo de la Bolsa de Bogotá S.A. y en el Reglamento del Sistema de Transacción Electrónico, e igual se entenderá respecto de las facultades de la Bolsa “¹⁶ .

Así mismo estipula la resolución 660 de la Superintendencia de valores que las ofertas de compra o venta se cotizaran por precio con dos decimales expresando los pesos colombianos a pagar por cada dólar, La variación máxima diaria de precio para las operaciones no podrán exceder en un 3% ósea 0.03 por encima o por debajo inclusive, el valor de mercado al cierre del día hábil anterior, dando la opción que en dado caso

¹⁶ Ministerio de Hacienda y Crédito Público- Superintendencia de Valores, Resolución Numero 0660 de Octubre 7 de 1998

esto ocurriera la Bolsa de Bogotá tiene autonomía para cerrar la negociación de los contratos mientras determina y solicita garantías adicionales , esto a fin de evitar grandes fluctuaciones y desfases en las negociaciones y a su vez garantizar la legalidad de las mismas.

Es posible realizar en Colombia operaciones hasta por un plazo de seis meses y en consecuencia únicamente se tendrán abiertos simultáneamente los 6 vencimientos más próximos, siendo posible hacer negociaciones hasta el cuarto día hábil anterior al día de vencimiento de la operación a plazo, tomándose para la liquidación de la operación se realiza tomando la TRM vigente el día del vencimiento.

Para una mejor comprensión de la situación actual y normatividad en cuanto al manejo de los contratos a futuros en Colombia se refiere, se presenta el siguiente cuadro, donde se resume de forma puntual las características del manejo en la Bolsa de valores de Bogotá de estos contratos, siendo estas de uso obligatorio para cualquier transacción de tipo financiero en contratos a futuros sobre la tasa representativa del mercado (TRM) así como contratos a futuros realizados sobre subyacentes diferentes como puede ser las tasas de interés del mercado:

Cuadro 1. Características estandarizadas de los contratos a futuro en Colombia.

<u>Especificaciones técnicas</u>	<u>Contrato sobre tasa representativa del mercado</u>
* Subyacente	Tasa Representativa del Mercado
* Tamaño	US\$ 25.000
* Cantidad Mínima a negociar	1
* Forma de Cotización	Precio (\$ x US\$)
* Variación Máxima Diaria en Precio	3 %
* Vencimientos	3er Miércoles del mes
* Vencimientos Abiertos	6
* Apertura de vencimientos	Día hábil anterior al vencimiento
* Forma de Liquidación	TRM vigente
* Cumplimiento	Día de vencimiento hasta las 3 p.m.
* Horario de Negociación	Todos los días hábiles entre las 8:00 a.m. y la 1:00 p.m.
Garantías	
* Garantía Básica	US\$ 1.500, equivalente al 6 % del tamaño del Contrato.
* Garantía de Variación	Es la diferencia entre el valor pactado y el valor de mercado al cierre de la misma.

Fuente: Coordinación de Estadística, Análisis Financiero e Investigaciones Económicas de la Bolsa de Valores de Bogotá.

8. MERCADOS A FUTUROS

Se puede enmarcar la definición de cobertura, como una estrategia con la que es posible reducir o anular, las pérdidas provenientes de movimientos desfavorables en los precios de los activos negociados de manera tal que se pueda tomar, una posición que neutralice el riesgo hasta donde sea posible, ya sea en operaciones de compra o de venta de un activo o su subyacente en el futuro, de manera tal que se compense en términos monetarios una posible depreciación.

La cobertura de riesgos cambiarios fundamenta la utilización de los contratos a futuros tanto en los mercados internacionales como en el mercado domestico, “Los mercados de futuros y opciones han cobrado en los últimos años una importancia creciente en el mundo de las finanzas y la inversión financiera”¹⁷. Los contratos a futuro como instrumento, se encuadran en la evolución de los sistemas financieros dentro de la innovación de productos. Los futuros surgen como respuesta a la aparición de una volatilidad excesiva de los precios, y se han generalizado en los últimos tiempos por las grandes fluctuaciones en las tasas de interés, tipos de cambio, precios de las meterías primas, etc.

¹⁷ Hull, Jhon C. “ Introducción a los mercados de Futuros y Opciones “ University of Toronto.pag. 1, Prentice Hall. Segunda Edición,1996

En un principio los contratos a futuros se definían como “ Un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio cierto “¹⁸, pero con el paso del tiempo este instrumento ha adquirido características propias que hacen posible que sea susceptible de ser negociado en un mercado organizado, por lo que se ha transformado en un activo financiero propio.

8.1 CONTRATOS A PLAZO O FORWARD

Dentro del marco general de los contratos a futuros se identifica con carácter particular los contratos a plazo (Forward) en el que se constituye para una fecha previamente estipulada a futuro un acuerdo , por el que una de las partes se compromete a tomar o colocar un depósito a la otra en una fecha futura con vencimiento una fecha aún más lejana, en cualquiera de sus términos (Divisas, Importes, Plazo y Tipo de interés) acordado en el momento de la contratación. Aunque el acuerdo de contratación es voluntario después de firmado este queda en firme, lo que significa que no es opcional sino de cumplimiento obligatorio.

¹⁸ LAMOTHE, Prosper, Opciones Financieras, Editorial Mc. Graw Hill, Madrid – España, 1996

La característica principal de este tipo de contrato es su flexibilidad dado que las partes son las que negocian todos los términos del contrato, por lo cual son consideradas operaciones “a medida “. Sin embargo, la no estandarización de los elementos contractuales imposibilita o hace muy difícil la cancelación anticipada del contrato através de su venta o recompra, dado que el contrato que se ajustó a unas necesidades muy específicas resulta complicado que encuentre alguien a quien le interesen las mismas condiciones pactadas.

No obstante, a diferencia de los contratos a futuros, éstos no son negociados en un mercado organizado, si no que son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y uno de sus clientes corporativos. Y el hecho de que en el Forward, la liquidación del contrato ha de realizarse obligatoriamente mediante la entrega de una cantidad de moneda extranjera por otra según un tipo de cambio acordado en el caso de las divisas. Debido a lo informal de los contratos a plazo no existe un ente que asuma el riesgo de no cumplimiento, por lo cual la insolvencia o el incumplimiento de las partes es asumido por estas mismas. Todas las condiciones particulares de los contratos Forward establecen ventajas que en el manejo del comercio exterior son de considerar;

En primera medida estos tipos de contratos permiten establecer coberturas exactas al ser negociados en mercados no organizados, lo que

proporciona gran flexibilidad en su contratación; igualmente ofrece la existencia de un mercado real, el de divisas , al que pueden acudir las empresas interesadas y para el cual no es necesaria la constitución de ningún tipo de garantías.

Aunque las ventajas del manejo de Forwards son evidentes, es necesario tener en cuenta que al ser compromisos de ejecución obligatoria nos exponemos a que nuestra visión del mercado no sea la correcta, sobre todo en estrategias especulativas. Tampoco existe un mercado secundario ágil en el cual cancelar la operación antes del vencimiento. y por ultimo, aunque es una alternativa valedera y aplicable en mercados paralelos aun no existen contratos Forward para todas las divisas ni para periodos temporales muy largos.

8.2 CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS

Mediante los contratos a plazo o Forward es posible reducir y anular el riesgo derivado del tipo de cambio; sin embargo, no resultan instrumentos muy líquidos y las líneas de crédito son muy reducidas. Para solucionar esto los participantes en el comercio internacional cuentan con los futuros

sobre divisas, que al igual que los contratos a plazo imponen un tipo de cambio fijo para una transacción futura pero que son más fáciles de negociar por la normalización de sus términos.

Se puede definir el contrato de futuros sobre divisas como un acuerdo de compraventa, con la particularidad que este acuerdo es aplazado, a un instante futuro y a un tipo de cambio determinado, diferenciándose del Forward o contrato a plazo en la normalización de los elementos del contrato en el futuro frente a la flexibilidad y libertad de negociación de las condiciones del contrato que le ofrece el Forward. Cualquier agente económico ya sea nacional o internacional expuesto al riesgo de cambio es un cliente potencial de estos contratos sobre divisas, Incluyendo en este grupo compañías importadoras y exportadoras, bancos, fondos internacionales de inversión, empresas con inversiones en el extranjero, etc.

Actualmente Colombia el Ministerio de Hacienda y Crédito Público autorizó a las Bolsa de Bogotá, Bolsa de Medellín y Bolsa de Occidente el manejo de las Operaciones a plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF) , que es un instrumento que ampliará la oferta de herramientas de cobertura e inversión para las entidades financieras, del sector real y personas naturales, oferta que hoy en día se circunscribe en su mayoría a operaciones de carácter bancario realizadas con Forwards. Sin embargo ,

las OPCF no son un instrumento de cobertura cualquiera, sino el primer paso hacia la creación de una bolsa de futuros. Lo anterior explica porque las OPCF se adoptaron para el caso Colombiano como aval de garantía para los contratos de futuros negociados en las bolsas nacionales.

Las operaciones a plazo de cobertura con futuros se realizan sobre contratos que establecen condiciones estandarizadas de negociación, mientras los Forwards son instrumentos hechos a la medida, de manera que las condiciones de los contratos lejos de ser estandarizadas, se acomodan a las necesidades particulares de cada cliente. Estas condiciones estandarizadas se refieren al activo negociable, al tamaño del contrato, a la fecha de cumplimiento y a los mecanismos de constitución de garantías, de esta forma la Bolsa de valores Nacional pone a disposición de los mercados contratos sobre DTF y TRM, para ofrecer cobertura de riesgos de tasa de interés y tipo de cambio.

El vencimiento de las operaciones también es una condición estandarizada en los contratos a futuro. En los contratos autorizados por la Superintendencia de Valores¹⁹ se establece un día de vencimiento al mes (el tercer lunes del mes para los negociados con DTF y tercer miércoles del mes para la Tasa Representativa del Mercado) y un número límite de vencimientos abiertos (seis vencimientos abiertos simultáneamente por contrato al mes ósea seis fechas de liquidación del

contrato posibles para negociar en un mes). Con esto se busca darle liquidez a los usuarios y a las operaciones por si misma , pues ellas se realizan sobre un activo único y un número de vencimientos limitados, facilitando el intercambio de los inversionistas hacia las condiciones homogéneas establecidas en los contratos.

Adicionalmente, los montos de negociación también se encuentran estandarizados de manera que las transacciones se realizaran en múltiplos del tamaño nominal del contrato (\$ 100´000.000 en DTF y US\$ 25.000 en TRM).

Para una mayor claridad en los conceptos y una mejor diferenciación de los Forward y las operaciones a futuro aprobadas en las bolsas de valores de Colombia se plantea la siguiente tabla diferencial. (Ver Cuadro 2.)

Cuadro 2. Diferencias de los contratos forward y los contratos a futuro.

	11. <u>Forward</u>	12. <u>Contratos a futuro</u>
Términos del contrato	Ajustados a las necesidades de las partes.	Estandarizados.
Mercado	Mercados no oficiales	Bolsa de Valores, Ciego ²⁰ y electrónico
Vencimiento de las operaciones	A cualquier fecha	Estandarizado. La Bolsa fija los ciclos de vencimiento
Formación de precios	Responde a la negociación entre las partes	Responde a la cotización abierta. (oferta y demanda)
Fluctuaciones de precio	Precio libre sin restricciones	La bolsa fija una variación máxima evitando fluctuaciones del mercado.
Relación Comprador-Vendedor	Directa	Anónima
Garantías	Usualmente no exige garantía , Existe riesgo de contraparte.	Obligatorio constituir garantías para cubrir riesgos , El riesgo de contraparte se elimina
Información	De acceso limitado	Completamente publica y en tiempo real
Cumplimiento de la operación	Usualmente por entrega física.	Liquidación financiera, en dinero.

²⁰ Sistema electrónico transaccional, donde las partes compradoras y vendedoras no se conocen.

9. MANEJO DE CONTRATOS A FUTURO EN COLOMBIA

9.1 PARTICIPANTES DE LOS MERCADOS A FUTUROS SOBRE DIVISAS

En los mercados financieros, ya sea el mercado nacional o los mercados internacionales , independientemente si en él se negocian activos de contado o a futuro, existen tres tipos de protagonistas que se diferencian entre sí básicamente por la motivación que los lleva a actuar allí y los intereses y beneficios que desean obtener por su intervención directa en estos mercados. Estos actores dentro de los negocios internacionales son clasificados como los coberturistas, los especuladores y los arbitrajistas. Para un mercado incipiente como el colombiano esta diferenciación es más marcada, dado que los actores controlan los mercados financieros o negocian en el mercado formal divisas sin involucrarse por su carácter legal ninguna de las dos actividades ,de allí que sus estrategias de

negociación también lo sean.

Cada agente económico involucrado en el mercado de futuros tomara su posición en la liquidación de los contratos de acuerdo a su necesidad, de manera tal que para cada uno de ellos es necesario conocer los factores de riesgo y las consecuencias que acarrea a la toma de decisiones en el mercado cambiario determinando este plenamente el fracaso o el éxito de su negociación.

9.2 ESTRATEGIAS COMERCIALES EN EL MANEJO DE CONTRATOS A FUTURO EN COLOMBIA

En un mercado como el colombiano donde las fluctuaciones de la moneda nacional inciden directamente en los rendimientos producto de operaciones de comercio internacional, los contratos a futuro sobre la tasa representativa del mercado permiten disminuir el riesgo de la negociación o en otras palabras, permiten administrarlo. El riesgo de mercado nace de la volatilidad de los precios de un activo que se va a vender o de un activo que se va a comprar. En el primero de estos casos, un inversionista puede ver reducida su rentabilidad esperada por la posibilidad de que caiga el

precio del activo del cual es poseedor, pues la depreciación del mismo implica menos ingresos al momento de su venta, En contraparte, en el segundo de los casos, un inversionista puede enfrentarse a un incremento inesperado del precio del activo y por lo tanto, verse obligado a pagar más por el activo que va a comprar. El mercado de futuros permite al importador, exportador o empresario colombiano la administración de los riesgos nacidos de la volatilidad en los precios del activo, mediante la toma de la posición inversa a la tendencia del mercado en el que se esta sometido al riesgo, posición que le permitiría mantener constante el precio de su activo , de manera que si alguien está expuesto en el mercado de contado, puede cubrirse tomando la posición contraria en operaciones a futuros.

A fin de entender de una forma practica lo expuesto, supongamos que el día 20 de octubre de 1998 una empresa importadora de partes para automotor realiza una compra de autopartes en el exterior por USD 1'000.000 que debe cancelar el 18 de noviembre del mismo año.

Su expectativa es que la devaluación se va acelerar en el transcurso del mes en cuyo caso la empresa tendría que incurrir en un sobre costo, y por lo tanto necesita asegurarse un precio razonable por los dólares que va a comprar. Como el importador, está “ corto²¹ “ en el contado o no tiene

²¹ Se conoce en el mercado de valores cuando se sale a vender contratos.

liquidez en moneda extranjera, se cubre poniéndose “ largo²² “ en derivados. Luego de cotizar en bolsa, encuentra que los contratos sobre TRM con vencimiento en noviembre tienen un precio atractivo para cubrirse, de \$ 1.634, nivel por encima del cual no quisiera pagar más pesos por cada dólar adquirido. Como el tamaño estándar de los contratos es de USD 25.000, decide entonces comprar 40 contratos sobre TRM con vencimiento en noviembre.

Si se asume que el 18 de noviembre, día de vencimiento de las operaciones a plazo y día en el cual el importador realiza su pago al exterior, la TRM se ubica en \$ 1.640 por dólar, el importador tendría que pagar 1.640 millones de pesos por el millón de dólares en el mercado de contado, Simultáneamente recibirá una ganancia de \$ 6 millones en la bolsa gracias a que en la operación a plazo, la TRM se ubica por encima del precio pactado y por lo tanto el importador habría comprado más barato de lo que compró el mercado ese día.

En contraparte si la TRM se ubica en \$ 1.629 , el importador pagaría 1.629 millones de pesos por el millón de dólares, pero perdería \$ 5 millones en la bolsa por las operaciones a Plazo. En ambos caso el importador pagaría un total de \$ 1.634 millones, con lo cual aseguraría un precio de \$ 1.634 por dólar.(ver Cuadro 3.)

²² Se conoce en el mercado de valores el momento en que se compran contratos a futuro.

Cuadro 3. Estrategia de cobertura con contratos sobre divisas para un importador.

	<u>Escenario 1</u>	<u>Escenario 2</u>
	<u>TRM final superior a</u>	<u>TRM final inferior a</u>
	<u>la pactada</u>	<u>la pactada</u>
Monto del compromiso inicial(USD)	1.000.000	1.000.000
Fecha de realización operación a plazo	20-Oct-1998	20-Oct-1998
Estrategia en derivados	Compra	Compra
Vencimiento	Noviembre	Noviembre
Precio Pactado(\$xdolar)	1.634	1.634
Tamaño nominal del contrato (USD)	25.000	25.000
Numero de contratos	40	40
Monto de la obligación en Bolsa (\$)	1.634.000.000	1.634.000.000
Fecha del cumplimiento de la operación	18-Nov-1998	18-Nov-1998
TRM vigente de ese día(\$xdolar)	1.640	1.629
Monto del derecho en Bolsa(\$)	1.640.000.000	1.629.000.000
Compromiso de Bolsa (\$)		
(+)a favor,(-) en contra	6.000.000	-5.000.000

Monto de compra en el contado (\$)	1.640.000.000	1.629.000.000
Total pago por la compra (\$)	1.634.000.000	1.634.000.000
Precio final de compra (\$xdolar)	1.634	1.634

Por otra parte un segundo actor a tener en cuenta en los mercados de futuros es el especulador, su forma de proceder anticipa un precio en el mercado a plazo y por lo tanto, adquiere un riesgo de forma voluntaria con la esperanza de obtener beneficios. Par este especulador su lógica es sencilla: si anticipa un alza en los precios del mercado, se va “ largo “ en derivados. Por el contrario si anticipa una baja en el precio se va “ corto “ en derivados.

Un especulador acude al mercado con la expectativa de que al mes siguiente el precio del dólar va a bajar, de manera que su objetivo se centra en vender contratos sobre la TRM a un precio más alto del estimativo que él prevé. El 20 de octubre el especulador observa que el precio a futuro en bolsa para los contratos a noviembre está en \$ 1.634 precio que él considera sobre valorado y por lo tanto decide vender 20 contratos negociándolos en mercados no organizados o por oferta informal y cerrando su contrato en la bolsa de valores, invierte \$ 47´945.4000 de garantía básica o garantía para la ejecución de la transacción, equivalente a USD30.000 por la tasa de cambio vigente de ese día, \$ 1.598,18 por dólar. Si el 18 de noviembre, día de vencimiento de la operación a plazo, se asume que la TRM baja a \$ 1.629, el especulador habría ganado \$ 2.5

millones, gracias a lo cual habría obtenido una rentabilidad del 89,6 % efectivo durante los 29 días que duró su inversión. Si por el contrario la TRM hubiera subido a \$ 1.640 , el especulador habría perdido \$ 3 millones, con lo cual tendría una rentabilidad negativa del 55.7 % efectivo. (ver Cuadro 4.).

Cuadro 4. Estrategia del especulador anticipando una disminución de los precios de las divisas.

	<u>Escenario 1</u>	<u>Escenario 2</u>
	<u>TRM final inferior a</u>	<u>TRM final superior a</u>
	<u>la pactada</u>	<u>la pactada</u>
Fecha de realización operación a plazo	20-Oct-1998	20-Oct-1998
Estrategia en derivados	Vende	Vende
Vencimiento	Noviembre	Noviembre
Precio Pactado(\$xdolar)	1.634	1.634
Tamaño nominal del contrato (USD)	25.000	25.000
Numero de contratos	20	20
Monto del derecho en Bolsa (\$)	817.000.000	817.000.000
TRM vigente del día(\$xdolar)	1.598,18	1.598,18
Garantía básica 6%(UDS 1.500Xcontrato)	30.000	30.000
Fecha del cumplimiento de la operación	18-Nov-1998	18-Nov-1998
TRM vigente del día(\$xdolar)	1.629	1.640
Monto de la obligación en Bolsa(\$)	814.500.000	820.000.000
Compromiso de Bolsa (\$)		

(+)a favor,(-) en contra	2.500.000	-3.000.000
Monto de la garantía básica(\$)	47.945.400	47.945.000
Total recibido por la venta (\$)	50.445.400	44.945.400
Numero de días que dura la operación	29	29
Rentabilidad E.A. (%)	89.6 %	-55.7 %

Otra estrategia para el manejo de futuros es aplicada a su tercer actor, mediante arbitraje en los contratos de futuros, para esto es necesario entender el arbitraje cómo la inversión en un mismo activo a través de la actuación en mas de dos mercados simultáneamente, provocando con esto generar utilidades sin correr riesgo alguno.

El arbitrajista aprovecha las distorsiones temporales en los precios de un activo que se cotiza en diferentes mercados, En el mercado de derivados sobre divisas para el caso colombiano son aprovechadas por los bancos, por ser estas las entidades que por lo general pueden actuar simultáneamente en el mercado de divisas y en el mercado de dinero por lo cual las posibilidades de inversión en este tipo de contratos para personas naturales o inversionista son muy limitadas.

La legislación para el manejo de los contratos a futuros en Colombia es muy específica y como tal, de obligatorio cumplimiento. Dentro de las normas de manejo de este tipo de contratos se encuentra que la cotización por ser sobre la Tasa Representativa de Mercado expresará los

pesos colombianos a pagar por un dólar estadounidense. Igualmente se fijará un vencimiento mensual, el tercer miércoles de cada mes y se tendrán seis vencimientos abiertos simultáneamente, El tamaño del contrato será de US\$ 25.000 dólares y se podrá negociar como mínimo un contrato. Lo anterior significa que si un inversionista compra un contrato a futuros sobre TRM vigente para el tercer miércoles de noviembre y en contraparte, estará pagando la tasa pactada el día de realización del contrato, de allí el término de “ cumplimiento financiero “, y lo que se entrega son diferenciales de precios.

El último día de negociación será el jueves anterior al día de vencimiento de la operación, siempre y cuando no haya días festivos de por medio, en cuyo caso se correría hacia atrás el último día de transacción de los contratos. El día posterior al cierre del vencimiento más próximo, se abre la negociación del sexto vencimiento posterior para lo cual las negociaciones se realizarán a través de un sistema transaccional electrónico diseñado para las bolsas de Bogotá , Medellín y Cali , todos los días hábiles entre las 8.00 a.m. y la 1.00 p.m.

El reglamento unificado de las tres bolsas de valores del país sirve de marco general para la realización de las operaciones a plazo. Su aplicabilidad en el sector del comercio exterior colombiano es bastante clara pero nada mejor que un ejemplo numérico, de cómo un importador y

un exportador conociendo el manejo de los contratos a futuros, puede aprovechar esta herramienta financiera como herramienta de cobertura de sus divisas al riesgo cambiario, para entender el sentido práctico que encierran los contratos a Futuros y las ventajas que para estos conlleva el eficaz manejo de las herramientas en sus negocios internacionales.

Para el primero de los casos supongamos que el día 21 de Julio un importador hubiera realizado una compra en el exterior por la cual tuviera que pagar USD 1'000.000 seis meses mas tarde. A partir del día de la compra el importador habría incurrido en el riesgo asociado a un posible incremento en el precio del dólar, por cuanto al momento de hacer el pago tendría que dar mas pesos por cada dólar.

Cuadro 5. Condiciones del contrato para el importador colombiano.

<u>Condiciones del contrato</u>	
Contrato	Sobre la TRM de Julio
Cumplimiento	Enero 20 de 1999
Tamaño (USD)	25.000
Garantía básica en dólares: USD 25.000X8 %	2.000
Garantía básica en pesos \$: USD 25.000xTcx8%	2.739.760
Tasa de cambio vigente el día de negociación(TC)	1.369,88
Condiciones adicionales de la operación	
Numero de contratos negociados	40
Tasa pactada de la operación a plazo	1.370.00

Si el importador tuviera expectativas de que el precio del dólar fuera a subir, el podría protegerse ante esa eventualidad acudiendo a la bolsa de valores y comprando contratos a futuro sobre la TRM, asegurándose así desde el primer día un precio equivalente al precio pactado de la operación a plazo. De esa manera se aumenta el valor de la divisa y la pérdida que le representaría comprar el millón de dólares en el mercado de contado el día de pago (21 de Enero de 1999), sería compensado con la ganancia que obtendría por la diferencia entre el precio pactado de la operación al plazo y el precio de mercado del contrato el día del vencimiento del mismo.

El importador acudirá entonces al mercado y buscará los contratos que mejor se acomodan al riesgo que quiere asumir. Ya enunciadas las características de los contratos a futuros en Colombia y como el importador necesita cubrir para el 21 de Enero una posición de USD 1'000.000 , el veintiuno de julio decide comprar 40 contratos de futuro cada uno a un costo de US\$ 25.000 para el vencimiento de julio, pactando para ello una tasa de compra de \$1.370 por dólar, tasa muy similar al tipo de cambio de contado para ese día (\$1.369,88).

Ahora bien, como el contrato vence el 20 de enero (tercer miércoles de

enero), el importador quedará expuesto durante 1 día. Al respecto vale la pena señalar que, tal como sucede en las bolsas de futuros internacionales, al existir fechas de cumplimiento estandarizadas se presenta un desfase entre la cobertura deseada y la cobertura adquirida.

Para efectos del ejercicio se supondrá que el día 20 de enero, día del vencimiento del contrato, momento en el cual se cumple la operación el vendedor le reconoce al comprador un monto de \$ 280.500 por una TRM de \$ 1381.22. Como resultado final del ejercicio el importador habrá recibido el 20 de enero, la suma de \$ 11'220.000 por los 40 contratos realizados.

Para el caso práctico de un exportador Colombiano este realiza el 3 de Agosto una venta al exterior por UDS 1'000.000 y como espera hacer el reintegro el 15 de Septiembre, el decide asegurar el precio de sus dólares desde el mismo 3 de Agosto. Su riesgo es que el precio de los dólares caiga pues cuando hay revaluación los exportadores obtienen menos pesos por dólar recibido. Por lo tanto requiere como cobertura la venta de dólares a futuro para el 15 de septiembre.

Según las condiciones estandarizadas del contrato a futuro sobre la tasa representativa del mercado, las fechas de cumplimiento serán el tercer miércoles de cada mes, de manera que el vencimiento de la operación

corresponde al día 16; como requiere una cobertura por UDS 1'000.000, el exportador vende 40 contratos, pues como ya se dijo el tamaño del mismo es de UDS 25.000 cada uno.(ver cuadro 6)

Cuadro 6. Condiciones del contrato para el exportador colombiano.

<u>Condiciones del contrato</u>	
Contrato	Sobre la TRM de Agosto
Cumplimiento	Agosto 19 de 1999
Tamaño (USD)	25.000
Garantía básica en dólares: USD 25.000X8 %	2.000
Garantía básica en pesos \$: USD 25.000xTcx8%	2.740.000
Tasa de cambio vigente el día de negociación(TC)	1.370.0
Condiciones adicionales de la operación	
Monto a cubrir(UDS)	1.000.000
Numero de contratos negociados	40
Tasa pactada de la operación a plazo	1.360.00

La estrategia simple a realizar con futuros sobre divisas se puede resumir así:

- Si se piensa que el tipo de cambio va aumentar y sé esta sujeto al riesgo del alza del cambio, se comprara contratos de futuros sobre divisas (TRM).
- Si por el contrario se piensa que el tipo de cambio va a disminuir y sé esta sujeto el riesgo de baja de los cambios, se venderá contratos de futuros sobre divisas (TRM).

Al vender contratos el exportador, mas que dólares en el futuro, esta vendiendo el subyacente, que en este caso es la tasa representativa del mercado en una fecha futura. En razón de que esta operación se cumple con el pago de los diferenciales del precio pactado y el precio de mercado del subyacente, el exportador al vender los contratos se obliga en la fecha de cumplimiento de la operación a entregar la tasa representativa del mercado y en contraparte, a recibir la tasa pactada. Si el día de vencimiento del contrato la tasa representativa del mercado se ubica en \$ 1.358 es decir por debajo de la tasa pactada, que para efectos del ejercicio se fijará en \$1.360 por dólar, el exportador ganaría ya que recibiría \$1.360 por dólar, mientras que pagaría un precio inferior. De esta manera logra cubrirse ante una posible revaluación del peso pues fija en \$1.360 la caída máxima del precio del dólar que esta dispuesto a asumir.

En contraparte, el comprador de los contratos se obliga a entregar la tasa pactada de \$1.360 y a recibir la tasa representativa del mercado vigente el día de vencimiento de la operación. Por lo tanto si la tasa representativa del mercado se ubica en \$ 1.358 o sea por debajo de la tasa pactada, el comprador de los contratos perdería pues recibiría la TRM mientras que se obligaría a pagar \$1.360 por dólar.

El conocimiento mas específico del manejo de los mercados a futuros y las posibles estrategias de manejo de los mismos nos permite diferenciar cuales son las ventajas y desventajas que estos ofrecen en el mercado nacional y su proyección al exterior.

En primera medida y destacándolo como una de sus mayores ventajas, el mercado de futuros puede ser utilizado para la cobertura del riesgo de fluctuación de los precios al contado antes del vencimiento. De igual manera los contratos de futuros ofrecen menores costos iniciales que otros instrumentos equivalentes puesto que solo ha de depositarse una garantía o margen sobre un activo subyacente mucho mayor²³. Así mismo la autorización para el manejo de bolsa otorgada por la Superintendencia de valores²⁴ ofrece al mercado colombiano una bolsa organizada y unos términos contractuales estandarizados, proporciona liquidez y posibilita a los participantes cerrar posiciones o vender contratos ya adquiridos en una fecha anterior al vencimiento, además la garantía en todo momento

²³ Mayor apalancamiento financiero.

²⁴ Resoluciones 659 y 660 del 7 de octubre de 1998 de la Superintendencia de Valores.

de la liquidación del contrato puesto que las partes no van asumir riesgos de insolvencia.

Aunque las ventajas del manejo de futuros proporcionan al importador o exportador nacional herramientas de cobertura al riesgo es necesario que este tenga en cuenta que, al igual que en los contratos a plazo, se expone al riesgo de que su visión del mercado no sea la correcta, sobre todo en estrategias especulativas. También hay que tomar conciencia que si utilizan los contratos de futuros como instrumentos de cobertura pierden los beneficios potenciales del movimiento favorable de los precios a futuro, lo que representaría para la parte involucrada un sobre costo mal administrado de sus divisas.

Por ultimo es indispensable que tanto importadores como exportadores tengan claridad y certeza en la fecha de cumplimiento de sus obligaciones o reembolso de sus divisas según sea el caso, ya que al estar estandarizados todos los términos del contrato a futuro pueden no cubrirse exactamente todas las posiciones de contado.

10. CONTRATOS DE OPCIONES

Para el escritor John C. Hull los contratos de opciones son básicamente “una opción que da a su propietario el derecho de hacer algo. El propietario de una opción no está obligado a ejercer ese derecho.”²⁵ . en los contratos de opciones se diferencia dos tipos: “ Una opción de compra , que da a su propietario el derecho de comprar un activo en una fecha

²⁵ Hull, Jhon C. “ Introducción a los mercados de Futuros y Opciones “ University of Toronto. Pag. 189, Prentice Hall. Segunda Edición, 1996

determinada y a un cierto precio, y una opción de venta que da al propietario el derecho a vender un activo en una fecha dada a un precio determinado ²⁶. Pero a fin de hacer mas general este concepto e involucrar la mayor cantidad de términos posibles para su comprensión el contrato de opciones se puede definir como un contrato que reconoce el derecho a su poseedor, pero no la obligación , a adquirir si es una opción de compra o a vender si la opción es de venta , cierto activo (activo subyacente) , sujeto a determinadas condiciones de precio (precio de ejercicio), en un periodo establecido (periodo de vencimiento), o en una fecha límite prefijada (fecha de vencimiento) , todo ello a cambio de una prima que es el precio que ha de abonarse por la opción y que limita el riesgo al valor de la prima en caso de perdida.

Para el caso de una opción de compra (call), el comprador adquiere el derecho mas no la obligación a cambio del pago de la prima, a comprar un determinado activo a un precio preestablecido dentro de un periodo o al final de un espacio de tiempo determinado. Por su parte el vendedor asume la obligación, a cambio del cobro de la prima, de entregar un determinado activo a un precio preestablecido, en el momento que se ejecute la opción.

²⁶ Rodríguez de Castro, J. “ Introducción al Análisis de productos financieros Derivados.” Noriega Editores Pag. 189, México, 1997

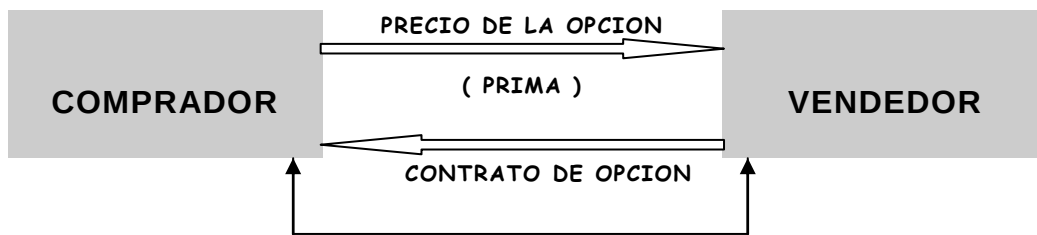


Figura 4. Gráfico contratos de opciones.

En el caso de una opción de venta (put), el comprador adquiere el derecho mas no la obligación, a cambio del pago de la prima, a vender un determinado activo a un precio preestablecido dentro de un período o al final de un espacio de tiempo determinado. Por su parte, el comprador asume la obligación, a cambio del cobro de la prima, de adquirir un determinado activo a un precio preestablecido, en el momento que se ejecute la opción. Este tipo de contratos es similar dependiendo de la posición de quien asume la venta del contrato

11. DESARROLLO DE LOS CONTRATOS DE OPCIONES SOBRE DIVISAS

Cronológicamente, las opciones sobre divisas aparecieron con posterioridad a los futuros sobre este mismo activo subyacente. Su aparición vino motivada por la necesidad de las entidades financieras de

responder a las demandas de su clientela en cuanto a instrumentos de gestión del riesgo de tipo de cambio y, mas tarde, por su propia necesidad de moldear el riesgo en que incurrían por su operatividad en los mercados de divisas.

Aunque los contratos de opciones sobre divisas se negocian en los mercados internacionales desde el año de 1982 cuando la bolsa de valores de Philadelphia (PHLX) realiza sus primeros contratos. En Colombia el manejo de estos tipos de contratos es teórico y su conocimiento limitado. Considerando que las bolsas de valores del país se disponen a dar inicio a un mercado organizado de futuros el paso a seguir como desarrollo y evolución de los mismos es la extensión de las opciones sobre divisas en este tipo de mercados, para lo cual un conocimiento profundo de su manejo permite una mayor comprensión , y una mayor aceptación del agente económico nacional, que observa en estos tipos de contrato una alternativa eficaz para el cubrimiento de riesgos en sus operaciones de comercio internacional.

Los contratos de opciones pueden negociarse en mercados organizados e internacionalmente en mercado OTC²⁷ y aunque actualmente no existen contratos normalizados de opciones sobre divisas para el mercado

²⁷ Over the Counter, mercados informal. Los bancos cotizan los diferentes precios de ejercicio que piden los clientes.

nacional, quienes deseen contratar este tipo de activos ha de dirigirse a los mercados OTC.

12. ESTRATEGIAS PARA COBERTURA DE RIESGO CAMBIARIO CON OPCIONES EN COLOMBIA

Las opciones sobre divisas permiten al importador o al exportador

colombiano cubrir los riesgos derivados de posiciones en moneda extranjera de una forma más flexible que otros instrumentos de cobertura dependiendo del perfil del riesgo que se desee tener.

Teniendo en cuenta la cobertura de los riesgos como una ventaja favorable para el agente económico que las utiliza, es indispensable analizar tanto en teoría como en practica algunas estrategias simples a realizar con opciones sobre divisas.

Partiendo del hecho que una opción de compra protege de fluctuaciones de los tipos de cambio los precios de los productos nacionales o importados, puesto que fija un cambio máximo, La utilidad que representa este tipo de contratos se refleja en beneficios económicos para sus usuarios y en una acertada administración de las divisas obtenidas por el intercambio comercial.

Dado el caso de un importador colombiano con obligación de pagar en divisas a una fecha futura, este perderá si el tipo de cambio sube y se beneficiará de una Revaluación del mismo. Mediante la compra de una opción call, el renuncia a parte de los beneficios potenciales (en la cuantía de la prima pagada por la opción) sí el cambio se revalúa. Pero limita las posibles perdidas de movimientos adversos de los tipos de cambio.

La compra de una opción de venta (PUT) protege de un descenso en el nivel de los tipos de cambio, pues asegura un tope mínimo, Un exportador por ejemplo, usuario de esta alternativa tiene derecho a cobrar en divisas por el resultado de la operación. El obtiene mayores beneficios si el tipo de cambio sube y perderá si se deprecia la relación de cambio, Mediante la compra de una opción put reduce los beneficios potenciales en la cuantía de la prima si el tipo de cambio se aprecia, pero limita las pérdidas si el cambio evoluciona de manera desfavorable.

A fin de ser más prácticos con el sentido de utilidad de una herramienta como es las opciones sobre divisas; supongamos que una empresa importadora colombiana debe abonar sus compras en dólares USD el día 30 de noviembre por una suma de US\$ 1'000.000. En la fecha presente, 30 de octubre, el tipo de cambio existente en el mercado de contado es de USD 1 por \$ 1.550, y la empresa importadora quiere asegurarse un tipo de cambio fijo para evitar la pérdida que le supondría un aumento en la relación Peso/dólar, para lo cual acude a comprar una opción de compra sobre dólares, Contratando una opción de compra (call) por USD 1'000.000 al tipo de cambio de \$ 1.555, pagando por ello una prima de \$1.555.000 que corresponde al 0.1 % del valor de la transacción.

Llega el día 30 de noviembre y el tipo de cambio se sitúa en \$ 1.545 por

dólar, en este caso al importador no le interesa ejercer la opción de compra puesto que se puede obtener un tipo de cambio más favorable en el mercado de contado. Por lo cual el importador asume el costo de la prima adquirida como costo de su operación. Si por otra parte el tipo de cambio se sitúa \$ 1.555 por dólar es lo mismo ejercer o no la opción de compra puesto que es el mismo tipo el fijado en el contrato que el existente en el mercado de contado, en ambos casos, al costo de la operación hay que sumarle la prima, y si por el contrario el tipo de cambio para el día del vencimiento se sitúa en \$ 1.560 por dólar se puede ejercer la opción de compra puesto que el importador obtiene unos dólares para hacer el pago de sus obligaciones a un tipo de cambio más favorable que el existente en el mercado de contado.

Igual relación se guarda cuando quien negocia es un exportador porque este adquiere una opción de Venta (put) para el reembolso de sus dólares y la ejerce o no dadas las condiciones del mercado cambiario en el momento de recibir sus divisas , lo cual le otorga la posibilidad de asegurar la cantidad de pesos a reembolsar en el momento de finalizar su operación eliminando los riesgos de una revaluación que podría causarle graves problemas financieros.

Estas estrategias de fácil manejo permiten al importador o exportador fijar una tasa de cambio máximo en el caso de un empréstito, o una tasa de

cambio mínima en el caso de una inversión, mientras que no limita las posibilidades de aprovechar movimientos favorables de los tipos de cambio. De igual manera proporcionan gran flexibilidad en cuanto a las estrategias de cobertura a desarrollar, dependiendo del perfil de riesgo que se desee tener, lo que hace que sean útiles para todo tipo de agentes económicos. Y aunque los beneficios que este tipo de contratos proporciona a los agentes económicos son bastante claros existe unos inconvenientes que sortear dentro de su manejo que son factibles de superar, en la medida que el mercado de futuros se especialice en el entorno nacional.

Uno de estos inconvenientes es la difícil cancelación de las operaciones antes del vencimientos, debido a la escasa liquidez que en un principio presentara este mercado. También el hecho de acudir a mercados no organizados en busca de opciones de características muy especiales puede encarecer el coste de la prima, y aunque las opciones son más caras que otros instrumentos de cobertura como pueden ser los contratos a Futuro o lo Forwards, dado que estos exigen el pago de una prima adicional del 1% del valor de la operación para cubrirse del riesgo cambiario, también proporciona una cobertura de mayor calidad que deja abierta la posibilidad de obtener beneficios adicionales en la operación.

13. CONCLUSIONES

En todos los diagnósticos y análisis que se realizan sobre el desarrollo comercial del país y la aceptación que los productos nacionales tienen en los mercados externos, se destacan como grandes problemas para su desarrollo y crecimiento, no solo las influencias presentadas por el proceso de comercialización, si no especialmente los aspectos relacionados con el proceso de formación de precios.

En el ámbito internacional las variaciones en los tipos de cambio es situado como un factor primordial en el proceso de formación de precios y en el establecimiento de ventajas comparativas de los productos frente a su competencia externa. Estas variaciones en los tipos de cambio, acarrear un alto grado de incertidumbre y riesgo en la actividad, agravada esta situación con la poca o prácticamente inexistente utilización de herramientas financieras como lo son los contratos a futuros y opciones en las divisas como elementos de cobertura al riesgo cambiario.

Cualquier agente económico expuesto al riesgo cambiario, es un cliente potencial de los Forward, Futuros y Opciones sobre divisas, en este grupo se incluyen las compañías importadoras y exportadoras, bancos, fondos internacionales de inversión, empresas con inversiones en el extranjero

etc.

Para estos agentes el mercado financiero ofrece herramientas de cobertura como son los contratos de futuros y opciones, y aunque el desarrollo de este tipo de operaciones en Colombia se encuentra estancado en estos momentos, por la declaratoria de la emergencia económica y las tasas impositivas que esta establece para las transacciones financieras, y que afectan directamente los beneficios de intermediación tanto de la Bolsa de Valores, así como de los agentes comisionistas, estas operaciones se presentan como una incipiente estrategia para el manejo de divisas y el riesgo cambiario al que generalmente se enfrenta los empresarios en operaciones de comercio exterior.

Es importante que el empresario colombiano conozca y se familiarice con operaciones e instrumentos a futuro dejando a un lado su tendencia tradicionalista para el manejo de sus divisas y asumiendo las fluctuaciones cambiarias como un factor importante y vital para su actividad, tanto como puede ser la elaboración y comercialización de sus productos, ya que su funcionamiento, cada vez se torna más cercano a su entorno como consecuencia del abandono del sistema de tipos de cambios fijos impuesto por el tratado de Bretton Woods y como resultado de la globalización de la economía mundial y de los mercados financieros.

Las condiciones actuales de mercado cambiario y la incertidumbre sobre los precios de las divisas no pueden ser excluidas, y la acción a emprender por parte de los empresarios colombianos es clara, gestionar el riesgo de forma activa mas que tratar de predecir los movimientos de los precios, y esto es posible con un aprovechamiento de las ventajas que pueden derivar de participar en los mercados de futuros y opciones o de la utilización de sus instrumentos, pero esto solo se alcanzara si se tiene una concepción clara de lo que representa el manejo de los contratos a futuros y opciones y si existe una masa critica que conozca, entienda y aplique estos temas.

BIBLIOGRAFIA

BASICOS DE LOS MERCADOS DE FUTUROS, ARTICULO Internet
mailto;bnv@ internet,bnv.co. Autor desconocido.

BOLSA DE BOGOTA. Resumen Semanal, Publicaciones Gerencia
Técnica, Santa Fe de Bogotá, ISSN 0121-5035, Números 949-981, Enero-
Octubre 1998.

BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA. Economía Bursátil del Sector
Agropecuario, Santa Fe de Bogotá ,Año 4 Números 8-10 ,Febrero-Octubre
1998

C. HULL , John, Introducción a los mercados de Futuros y Opciones,
Prentice Hall , Segunda edición. 1996

CUESTAS RODRIGUEZ, Luis Francisco. Comercio Internacional,
Publicaciones UIS, Bucaramanga. 1994

DIAZ, Jaime; HERNANDEZ F, Futuros y Opciones Financieras. Noriega
Editores. México 1996

EITEMAN D. STONEHILL A. Las finanzas de las empresas multinacionales, Massachusetts, Addison-Wesley Iberoamericano, 1992

FABOZZI, Frank MODIGLIANI, Franco; FERRI, Michael, Mercados en instituciones Financieras. Editorial Prentice-Hall, México. 1996

CASSAB MEJIA, Harold. Opciones Financieras, Nueva Opción en Colombia, Ensayo Facultad de Economía, Universidad de San Buenaventura, Cali.1996

INTRODUCCION A LOS MERCADOS DE FUTUROS. Santa Fe de Bogotá : Defaw Madriñan & CO. 1995. 6 videocasete [VHS] (45 min): son., col., español.

LAMOTHE, Prosper, Opciones Financieras, Editorial Mc. Graw Hill, Madrid –España ,1996

LEGISLACION DEL MERCADO DE VALORES,[http //www.//Serfin.com](http://www.Serfin.com)
Circular 2/1994 de 15 de Julio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

RODRIGUES DE CASTRO, J, Introducción al Análisis de productos

Financieros Derivados, Noriega Editores , México 1997.

SALVATORE, Dominick . Economía Internacional, Santafé de Bogotá, Mc Graw Hill, Traducción Gloria Rosas. Cuarta Edición . 1996

Anexo A. Resolución Numero 0457 del 15 de Julio de 1998 de la
Superintendencia de Valores- Ministerio de Hacienda y Crédito Publico.

REPUBLICA DE COLOMBIA
MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICOSUPERINTENDENCIA DE
VALORESRESOLUCION NUMERO 0457 DE 1998(15 DE JULIO)

Por la cual se autoriza el Reglamento Conjunto de Operaciones a Plazo presentado por la Bolsa de Bogotá S.A., la Bolsa de Medellín S.A. y la Bolsa de Occidente S.A.EL SUPERINTENDENTE DELEGADO PARA INTERMEDIARIOS DE VALORES Y DEMÁS ENTIDADES VIGILADASEn uso de sus atribuciones legales, en especial de la consagrada en el artículo 5o. del decreto 2969 de 1960, en concordancia con lo dispuesto en los artículos 7o. del decreto 3227 de 1982; 3o., numeral 41, del decreto 2739 de 1991; 1o. del decreto 2115 de 1991 y 3o., numeral 19, del decreto 193 de 1994, yCONSIDERANDO PRIMERO: Que las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, por conducto de sus representantes legales, solicitaron la aprobación de Reglamento Conjunto de Operaciones a Plazo, en desarrollo de lo dispuesto por el artículo 3.2.4.4. de la resolución 1200 de 1995, modificado por el artículo 1º. de la resolución 047 de 1997, expedidas por esta Superintendencia.SEGUNDO: Que mediante las comunicaciones números 19986-9800, 19986-10102 y 19986-11612 del 3, 8 y 25 de junio de 1998, respectivamente, correspondientes en su orden a las Bolsas mencionadas, se acreditó el cumplimiento de los requisitos estatutarios establecidos para efectos de la aprobación del citado Reglamento, yTERCERO: Que el reglamento se ajusta a las normas legales vigentes,RESUELVE:ARTICULO PRIMERO: Autorizar el Reglamento Conjunto de Operaciones a Plazo presentado por la Bolsa de Bogotá S.A., la Bolsa de Medellín S.A. y la Bolsa de Occidente S.A., cuyo texto es el siguiente:“TITULO I“DE LAS OPERACIONES A PLAZO EN GENERAL“Capítulo Primero “Generalidades“Artículo 1.1.1.- Concepto de operaciones a plazo: La compra y venta de valores en Bolsa será a plazo cuando al momento de ser celebrada se pacte que su cumplimiento se realizará en una fecha posterior de la que le correspondería si se hubiera realizado de contado, y en todo caso, no después de trescientos sesenta y cinco (365) días calendario.“Para todos los efectos, se entenderá que una operación a plazo ha sido celebrada cuando la misma se registre válidamente en el sistema o mecanismo transaccional de la Bolsa. En consecuencia, la forma, términos y condiciones para efectuar el registro de una operación a plazo se regirá por el Reglamento del Sistema Electrónico de Transacciones aprobado para cada Bolsa.“Artículo 1.1.2.- Modalidades de las operaciones a plazo: Las operaciones a plazo

se clasifican por la modalidad de su cumplimiento en operaciones de ‘cumplimiento efectivo’ y operaciones de ‘cumplimiento financiero’.”Serán de cumplimiento efectivo aquellas operaciones a plazo en las cuales el vendedor y el comprador se obligan irrevocablemente a entregar los valores vendidos en la fecha de cumplimiento de la operación, el primero, y a pagar en dicha fecha el precio pactado, tratándose del segundo.”Serán de cumplimiento financiero aquellas operaciones a plazo en las cuales el cumplimiento se hace únicamente con la entrega del diferencial en dinero entre el precio pactado en la operación a plazo y el precio de mercado del valor correspondiente el día de cumplimiento de la operación. La entrega se hará por parte del vendedor o del comprador, según el precio de mercado sea superior o inferior, respectivamente, al fijado en la operación a plazo.”Una vez celebrada una operación a plazo no podrá cambiarse ni la modalidad ni las condiciones pactadas inicialmente, sin perjuicio de lo señalado en el artículo 3.2.9. del presente Reglamento.”

Artículo 1.1.3.- Definiciones: Para todos los efectos a que haya lugar se aplicarán las siguientes definiciones: “1. Valor pactado de la operación a plazo: Se entenderá por ‘valor pactado’ de una operación a plazo el valor o precio al cual se ha celebrado una operación a plazo en relación con un activo dado.”2. Valor presente de la operación a plazo: Se entenderá por ‘valor presente de la operación a plazo’ el equivalente en valor presente del valor pactado de la operación a plazo, según la metodología establecida en este Reglamento para cada modalidad de cumplimiento y activo subyacente.”3. Valuación o valoración: Se entenderá por ‘valuación o valoración’ de un activo, de una operación o de una garantía, según el caso, el valor a precios de mercado del activo, la operación o la garantía, según el caso, en una fecha dada, conforme a la metodología determinada en este Reglamento.”4. Precio de Mercado: Se entenderá por ‘precio de mercado’ de un activo, de una operación o de una garantía, según el caso, el resultado de valorar el activo, la operación o la garantía conforme a la metodología establecida en este Reglamento, para cada activo, operación o garantía.”5. Día de cumplimiento: Se entenderá por ‘día de cumplimiento’ de la operación a plazo, la fecha acordada para que las partes entreguen dinero o valores en pago de la operación.”6. Precio unitario del activo: Se entenderá por ‘precio unitario del activo’, el valor del activo expresado en moneda legal colombiana o en otra unidad definida para cada activo.”7. Activo: Se entenderá por ‘activo’, el título o el ‘índice’ subyacente, según corresponda, sobre los cuales podrán versar las operaciones a plazo.”

Artículo 1.1.4.- Difusión de Ofertas: La Bolsa facilitará en sus mecanismos transaccionales menús que permitan conocer con suficiente claridad, cuándo las ofertas corresponden a una operación a plazo, indicando si es de cumplimiento efectivo o financiero, así como la fecha de cumplimiento o vencimiento correspondiente.”

Artículo 1.1.5.- Divulgación de Información: Las Bolsas de Valores divulgarán en sus boletines diarios y de manera separada a las operaciones de contado, las operaciones a plazo que se realicen, especificando claramente la modalidad de operación a que corresponda.”Los precios de las operaciones a plazo no serán considerados en ninguno de los índices de Bolsa relativos a las operaciones de contado. “Las operaciones a plazo sobre acciones marcarán precio para cada fecha de cumplimiento específica y para cada modalidad de cumplimiento. Para ese efecto, marcará precio cuando una operación se realice por una cantidad de acciones igual o superior a la que se utiliza para marcar precio en el mercado de contado. “Sin perjuicio de lo anterior, las disposiciones relativas a precios límites de negociación, no serán aplicables a las operaciones a plazo.”

Artículo 1.1.6.- Facultades Especiales: Cuando se presenten circunstancias de fuerza mayor o hechos que produzcan o puedan producir graves alteraciones en el mercado, el Presidente de la Rueda estará facultado para suspender temporalmente la realización de nuevas operaciones a plazo sobre un activo, contrato o del mercado mismo, sin que ello afecte el

cumplimiento de aquellas que hubieren sido celebradas con anterioridad, excepto en los casos contemplados especialmente en el presente reglamento. Adoptada esta decisión, deberá informarse inmediatamente a las demás bolsas. “La realización de operaciones a plazo sobre un activo en particular deberá suspenderse, de manera inmediata y por el mismo término, en aquellos eventos en los cuales se suspendan las negociaciones de contado sobre dicho activo o se suspenda o cancele la inscripción del activo, sin que ello afecte el cumplimiento de las operaciones de cumplimiento efectivo que hubieren sido celebradas con anterioridad. “La suspensión del mercado en ningún caso supondrá limitación alguna al derecho de la bolsa respectiva de exigir la constitución o ajuste de garantías ni a la obligación de constituir las. “Artículo 1.1.7.- Contratos entre sociedades comisionistas y comitentes: Toda sociedad comisionista, en forma previa a la realización de operaciones a plazo, deberá suscribir con cada uno de sus clientes, y por una sola vez, un contrato que contenga, cuando menos, las siguientes estipulaciones: “1. El Nombre de las personas autorizadas para representar al comitente frente al comisionista; “2. La declaración del comitente de conocer y aceptar el presente reglamento así como los instructivos que se expidan en desarrollo del mismo; “3. El compromiso por parte del cliente de constituir y ajustar las garantías que correspondan de conformidad con el presente reglamento, sin perjuicio de que el comisionista lo haga por cuenta del comitente en las circunstancias y bajo las condiciones establecidas en el contrato; “4. La aceptación expresa e irrevocable por parte del comitente para que en los casos previstos en este reglamento la bolsa respectiva liquide y disponga de las garantías que aquél o la sociedad actuando por su cuenta hayan constituido; “5. La manifestación de que el comitente exonera al comisionista y a las bolsas de valores por los daños o perjuicios que pudiera sufrir por hechos que constituyan fuerza mayor o caso fortuito o por la suspensión del mercado decretada conforme a los reglamentos; “Parágrafo: En todo caso, la bolsa respectiva podrá exigir a las sociedades comisionistas, para cada operación a plazo realizada por cuenta del comitente, una carta en la cual éste certifique que se obliga a cumplir la operación en los términos en que fue registrada. “Artículo 1.1.8.- Condición Resolutoria de la Operación: Si con posterioridad al registro de una operación a plazo y antes de la fecha prevista para su cumplimiento, el emisor del activo objeto de la operación entra en los eventos descritos en los numerales 1, 2, 3 o 4 del artículo 1.2.7. del presente reglamento, el contrato quedará resuelto sin necesidad de declaración judicial, siempre y cuando la operación no haya sido cumplida. Resuelto el contrato, los comisionistas intervinientes quedarán libres de toda responsabilidad en cuanto al contrato de compraventa a plazo. “Artículo 1.1.9.- Hechos que afectan a todos los valores de una misma clase o naturaleza: Aquellos hechos o circunstancias distintos a los descritos en los numerales 1, 2, 3 o 4 del artículo 1.2.7. del presente reglamento, que demeriten o benefician todos los valores de igual clase o naturaleza no eximirán a ninguna de las partes del cumplimiento de una operación a plazo. “Capítulo Segundo “De las garantías en las operaciones a plazo “Artículo 1.2.1.- Garantías de las Operaciones a plazo: En las operaciones a plazo deben constituirse en forma irrevocable garantías especiales, las cuales deberán ser otorgadas por los clientes, por un tercero o por la sociedad comisionista, en favor de la Bolsa y a disposición irrevocable de ésta, en la forma, plazo y condiciones dispuestas en este Reglamento. “Sin embargo, las sociedades comisionistas serán las únicas responsables ante la Bolsa por la constitución, entrega y ajuste de tales garantías, así como por la sustitución o reposición de las mismas. “Artículo 1.2.2.- Clases de Garantías: Por la celebración de cada operación a plazo, deberán constituirse dos tipos de garantía, así: “1. Garantía Básica: Es aquella que debe constituir tanto el comprador como el vendedor por su participación en las operaciones a plazo. “2. Garantía de Variación: Es aquella que se debe constituir y ajustar por parte del comprador o del

vendedor, según el caso, desde el momento en que se celebre la operación a plazo, durante su vigencia y hasta el momento de su cumplimiento, cuando exista una diferencia entre el precio de mercado en relación con el precio pactado para la operación a plazo. “Parágrafo: Garantía Total : Se entenderá por ‘garantía total’ para cada una de las partes en una operación a plazo, la suma de la garantía básica más la garantía de variación que efectivamente deban constituirse por cada una de ellas.” Artículo 1.2.3.- Procedimiento para la constitución y entrega de garantías: Una vez registrada una operación a plazo, las sociedades comisionistas deberán entregar a la Bolsa las garantías respectivas que han sido otorgadas y constituidas por sus clientes, por terceros o por ellas mismas. “Parágrafo Primero: Un título podrá garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de dos o mas operaciones a plazo siempre y cuando dichas obligaciones estén a cargo de una misma sociedad comisionista. “Parágrafo Segundo: En el evento de que la garantía de una operación a plazo sea otorgada por un tercero, esto es una persona distinta de la sociedad comisionista y del cliente en cuyo favor se ha realizado la operación, se requerirá autorización expresa y escrita de dicho tercero en la cual se especifique la operación garantizada y se faculte a la Bolsa respectiva para liquidar la garantía en los casos previstos en este reglamento. “Artículo 1.2.4.- Plazo para la Constitución y Entrega de Garantías: Las partes obligadas en una operación a plazo, deberán constituir y entregar las garantías a que hace relación el artículo 1.2.2 de este reglamento en los plazos determinados a continuación: “1. Constitución y entrega de la garantía básica: Tanto el comprador como el vendedor deberán constituir y entregar la garantía básica dentro de un plazo máximo de dos (2) días hábiles contados a partir del día en que fue celebrada la operación a plazo. “2. Constitución y entrega de la garantía de variación: La constitución y entrega de la garantía de variación por la parte obligada a ello en razón de una diferencia entre el precio de mercado y el precio pactado para la operación, deberá efectuarse por primera vez dentro de un plazo máximo de dos (2) días hábiles contados a partir del día en que fue celebrada la operación a plazo, en forma simultánea a la constitución y entrega de la garantía básica que deba constituirse por dicha parte. “Parágrafo Primero: En aquellos casos en que por efectos de una variación en el precio de mercado del activo objeto de la operación a plazo, la garantía de variación entregada exceda el monto requerido conforme al presente reglamento, la Bolsa deberá restituir el excedente, si ello fuere posible teniendo en cuenta la naturaleza de la garantía, dentro del transcurso del día hábil siguiente. “Parágrafo Segundo: En el evento de que las garantías entregadas a la Bolsa provengan de persona distinta a la sociedad comisionista o su cliente, aquéllas deberán acompañarse con una carta en la cual el tercero autoriza a la Bolsa para disponer de las mismas en los términos previstos en este reglamento. “Artículo 1.2.5.- Plazo para el ajuste o la sustitución de las garantías: Dentro del mismo día de la correspondiente sesión de negociación, la Bolsa informará y exigirá a las sociedades comisionistas la obligación de ajustar la garantía de variación o sustituir las garantías otorgadas por cada una de las operaciones a plazo celebradas y vigentes. “Cuando se trate de operaciones a plazo sobre activos que se negocien bajo la metodología de negociación para renta fija, las sociedades comisionistas deberán proceder a la constitución y entrega del ajuste o la garantía sustituta, según el caso, a más tardar dentro del día hábil bursátil siguiente al aviso de la Bolsa , salvo que ésta establezca un término inferior. “Cuando se trate de operaciones a plazo sobre activos que se negocien bajo la metodología de negociación para renta variable, las sociedades comisionistas deberán proceder a la constitución y entrega del ajuste o la garantía sustituta, según el caso, antes de iniciar la rueda siguiente al aviso de la Bolsa. “Artículo 1.2.6.- Valoración de las garantías: La Bolsa valorará diariamente a precios de mercado los activos entregados en garantía por la realización de operaciones a plazo, conforme lo

establecen los artículos 1.7.1.1. y subsiguientes de la Resolución 1200 de 1.995, así como las normas que los desarrollen, modifiquen o sustituyan. “Cuando por efectos de la valuación se determine que las garantías otorgadas han disminuido en su valor de tal manera que no cubran los montos establecidos para la garantía básica y de variación, la sociedad comisionista deberá proceder a reponerlas y a entregar garantías adicionales por los montos necesarios para completar los porcentajes establecidos en este reglamento. En caso de que las garantías otorgadas hayan aumentado su valor de manera tal que superen los montos requeridos, la Bolsa devolverá el correspondiente excedente, si ello fuere posible teniendo en cuenta la naturaleza de las garantías, dentro del transcurso del día hábil bursátil siguiente.”

“Artículo 1.2.7.- De la sustitución y reposición de garantías: La Bolsa podrá ordenar la sustitución o reposición de las garantías en los eventos enumerados a continuación: “1. Cuando el emisor del activo entregado en garantía sea sometido a toma de posesión y como consecuencia pase a ser administrado por un ente del Estado o deba ser objeto de liquidación forzosa administrativa por parte del Estado.” 2. Cuando el emisor del activo entregado en garantía sea sometido a medida de vigilancia especial por parte del órgano de control competente.” 3. Cuando el emisor del activo entregado en garantía solicite ser admitido en concordato o deba obligatoriamente someterse a este procedimiento. “4. Cuando el emisor de un activo entregado en garantía entre en proceso de liquidación. “5. Cuando la capacidad patrimonial del emisor de un activo entregado en garantía, esté afectada en forma grave.” 6. Cuando se suspenda o cancele la inscripción en bolsa del activo entregado en garantía.” 7. Cualquier otra circunstancia que dificulte o impida el ejercicio normal de la garantía. “Parágrafo: Con el fin de preservar la seguridad del mercado, y en consideración a circunstancias excepcionales o de alto riesgo, la respectiva bolsa podrá solicitar la constitución de garantías adicionales a las previstas en este reglamento en relación con las operaciones a plazo por cumplirse sobre un activo en particular. “Artículo 1.2.8.- Cómputo de las garantías para las sociedades comisionistas: Las garantías en las operaciones a plazo que celebren las sociedades comisionistas de Bolsa por cuenta propia se computarán y controlarán de conformidad con lo que establezca la Superintendencia de Valores en las normas que rijan la materia.”

“Artículo 1.2.9.- Garantías como Fuente de Pago: Para todos los efectos a que haya lugar, se entiende que las garantías que deban constituirse en operaciones a plazo, se otorgan irrevocablemente como fuente de pago de las obligaciones adquiridas. En consecuencia, la Bolsa se entiende expresa e irrevocablemente facultada para realizarlas o liquidarlas en cualquier tiempo y frente al simple incumplimiento de una cualquiera de las obligaciones garantizadas, sin que haya lugar a requerimiento judicial o extrajudicial alguno respecto del constituyente.”

“Parágrafo: Para todos los efectos a que haya lugar, los intereses de mora serán equivalentes a la tasa máxima permitida por la ley. “Artículo 1.2.10.- Incumplimiento: En caso de que el comitente no provea a la sociedad comisionista lo necesario para ajustar cumplidamente las garantías conforme a lo previsto en este reglamento, aquélla deberá tomar para sí la posición en cuenta propia o conseguir un cliente que asuma la posición de su comitente incumplido. En uno y otro caso, la sociedad comisionista deberá informar de esta situación a la bolsa respectiva y ajustar las garantías dentro del mismo término previsto en el artículo 1.2.5. de este reglamento.”

“Tratándose de operaciones a plazo de cumplimiento efectivo, en el evento que la sociedad comisionista no realice el ajuste de las garantías dentro del término previsto en el artículo 1.2.5., la bolsa respectiva, a elección del comisionista cumplido, declarará resuelta la operación o la hará liquidar anticipadamente. Si el comisionista incumplido no se allanare a la liquidación anticipada de la operación, se aplicará lo previsto en los artículos 2.1.15 y 2.1.16 de este reglamento, según corresponda.”

“Si se tratare de operaciones a plazo de cumplimiento financiero, la Bolsa

tratará de realizar, en nombre y por cuenta del comisionista incumplido, una operación contraria o inversa a aquella respecto de la cual no se hubieren constituido oportunamente las garantías, siguiendo el procedimiento contemplado en el Título III, Capítulo III del presente reglamento. Para estos efectos, podrá compensarse el monto resultante de la compensación de garantías, si lo hubiere, con las garantías especiales y, de ser necesario, las garantías generales entregadas por el comisionista incumplido. El saldo de las garantías especiales no utilizadas será entregado al comisionista incumplido. Si dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes al incumplimiento de la obligación de ajuste de garantías no hubiere sido posible realizar la operación contraria o inversa, la Bolsa, a elección del comisionista cumplido, declarará resuelta la operación o la liquidará anticipadamente. “Todo lo anterior sin desmedro de la correspondiente indemnización de perjuicios a cargo del comisionista incumplido y de su comitente.”

TÍTULO II “DE LAS OPERACIONES A PLAZO DE CUMPLIMIENTO EFECTIVO”

Artículo 2.1.1.- Activos Negociables: Las operaciones de cumplimiento efectivo podrán versar sobre acciones, bonos convertibles en acciones, títulos de participación emitidos en procesos de titularización y títulos de renta fija, y en aquellos otros activos que por vía general autorice la Superintendencia de Valores. “Solo podrán efectuarse operaciones a plazo de cumplimiento efectivo con bonos convertibles en acciones, cuando la fecha establecida para su convertibilidad en acciones sea posterior a la fecha pactada para su cumplimiento.” “El cumplimiento de las operaciones a plazo de que trata este título no podrá anticiparse, así como tampoco podrá ser objeto de aplazamiento.”

Parágrafo.- Sin perjuicio de lo dispuesto en este artículo, cada Bolsa podrá limitar los activos sobre los cuales podrán celebrarse operaciones a plazo, atendiendo criterios de seguridad y liquidez, sin que ello afecte el cumplimiento de las operaciones ya celebradas.

Artículo 2.1.2.- Vencimientos de las operaciones a plazo sobre acciones: Las operaciones a plazo de cumplimiento efectivo sobre acciones, bonos convertibles en acciones y todos aquellos activos que por su naturaleza se consideran valores de renta variable, tendrán fechas fijas para su cumplimiento que se denominarán vencimientos. “Los vencimientos serán quincenales, los días miércoles de la semana correspondiente, y comenzarán a contarse a partir de la fecha que para el efecto determinen conjuntamente los Consejos Directivos de las respectivas bolsas. En caso de que éste día no sea un día hábil bursátil, se trasladará al día hábil bursátil siguiente.” “Existirán tantos vencimientos abiertos como lo permita el plazo máximo para la celebración de operaciones a plazo.” “En los eventos en los cuales se negocien títulos diferentes a acciones y bonos convertibles en acciones mediante sistemas electrónicos de negociación similares a los utilizados para aquéllas, las Bolsas podrán establecer vencimientos estandarizados conforme a lo establecido en el presente artículo.”

Artículo 2.1.3.- Vencimientos de las operaciones a plazo sobre títulos diferentes a acciones y bonos convertibles en acciones: Las operaciones a plazo sobre títulos emitidos en procesos de titularización y títulos de renta fija podrán tener para su vencimiento cualquier día hábil bursátil.

Artículo 2.1.4.- Modificación de los vencimientos: Los Presidentes de las Bolsas de Valores de común acuerdo y previa información a la Superintendencia de Valores, podrán modificar las fechas establecidas inicialmente para los vencimientos, manteniendo la periodicidad de los mismos. “Las modificaciones adoptadas en esta materia, deberán ser informadas a través del Boletín Diario de cada Bolsa, con por lo menos cinco (5) días hábiles bursátiles de anticipación a la entrada en vigencia de los nuevos vencimientos.” “Con todo, las operaciones celebradas con anterioridad a la modificación, deberán ser cumplidas en los términos en que fueron registradas sin que sea admisible anticipar o postergar su cumplimiento.”

Artículo 2.1.5.- Registro de operaciones a plazo sobre Acciones: Sólo podrán registrarse operaciones a plazo sobre acciones respecto de las cuales exista cotización en el mercado de contado.

“Podrán efectuarse ofertas y registrarse operaciones a plazo sobre aquellas acciones que se encuentren activas para efecto de negociación. Si las acciones no se encuentran activas, solo podrán transarse a plazo previa la realización de una oferta que marque precio en operaciones a plazo o de contado en la rueda inmediatamente anterior. “En caso de que las negociaciones de contado sobre una acción se encuentren suspendidas, no podrán registrarse operaciones a plazo.”Para la realización de las operaciones a plazo, se aplicará la misma reglamentación de las operaciones de contado en lo que se refiere a la información y difusión de ofertas en los sistemas de negociación.”Artículo 2.1.6.- Distribución de Derechos en Acciones: Para efectos de la negociación a plazo de cumplimiento efectivo sobre acciones, la distribución de los derechos que ellas confieren durante el plazo comprendido entre la fecha de registro y la fecha de cumplimiento de la operación inclusive, será la siguiente:“A. Corresponden al vendedor a plazo:“1. Los dividendos ordinarios exigibles durante el plazo de la operación.”2. Los dividendos extraordinarios que hayan sido decretados con anterioridad a la fecha de registro de la operación y se hagan exigibles con posterioridad a dicho registro y hasta la fecha de cumplimiento de la operación inclusive.”3. El ejercicio de los derechos políticos durante el plazo de la operación.”4. La suscripción preferencial de una emisión primaria de acciones cuando éstas sean ofrecidas durante el plazo de la operación.”B. Corresponden al comprador a plazo:“1. Los dividendos extraordinarios decretados a partir de la fecha de registro de la operación.”2. Los dividendos ordinarios cuya exigibilidad sea posterior a la fecha de cumplimiento de la operación.”3. Las nuevas acciones colocadas o entregadas con ocasión de procesos de fusión o escisión solemnizados a partir de la fecha de registro de la operación.”4. Los aportes reembolsados con ocasión de disminuciones del capital social aprobadas a partir de la fecha de registro de la operación.”Cuando el comprador a plazo tenga derecho a dividendos extraordinarios, nuevas acciones o aportes reembolsados de conformidad con lo arriba expresado, el comisionista vendedor deberá hacer entrega de dichos dividendos, acciones o aportes en la fecha de cumplimiento de la operación, si ellos ya fueren exigibles, salvo que la fecha de exigibilidad de los mismos sea posterior a la de cumplimiento y el comitente vendedor fuese el único facultado para reclamarlos, en cuyo caso el comisionista vendedor deberá hacer entrega de ellos al comisionista comprador dentro de los tres (3) días hábiles bursátiles siguientes a la fecha en que se hagan exigibles. El comisionista vendedor acreditará ante la bolsa respectiva el cumplimiento de ésta obligación dentro de los dos (2) días hábiles bursátiles siguientes al vencimiento del plazo antes mencionado.”Parágrafo Primero: Queda expresamente prohibido establecer pactos o condiciones distintas a las previstas en el presente artículo.”Parágrafo Segundo: Si durante el tiempo que transcurra entre la fecha de registro y el cumplimiento de la operación a plazo cambia el valor nominal de las acciones, la operación deberá cumplirse por la venta con la entrega de un número de acciones equivalente al que resulte de aplicar el porcentaje de aumento o reducción del valor nominal de las mismas. “Artículo 2.1.7.- Garantía Básica de operaciones a plazo sobre Acciones, Bonos Convertibles en Acciones, Títulos de Participación originados en procesos de Titularización, CERT y TIDIS: La garantía básica mínima en las operaciones a plazo de cumplimiento efectivo sobre acciones de alta bursatilidad, que deberán depositar tanto el comprador como el vendedor, no podrá ser inferior al 10% del valor de registro de la operación.”Cuando la operación se realice sobre con títulos de participación originados en procesos de titularización el monto de la garantía básica será de un 10% del valor de registro de la misma.”Cuando la operación se realice sobre certificados de reembolso tributario (CERT) o títulos de devolución de impuestos (TIDIS), la garantía básica será de 3% del valor de registro de la misma.”Cuando la operación verse sobre acciones clasificadas como de media, baja o mínima bursatilidad o bonos convertibles en

acciones, el comisionista vendedor deberá dejar como garantía de la operación la totalidad de las acciones o bonos convertibles objeto de la operación, en tanto que el comisionista comprador deberá depositar cuando menos el 20% del valor de registro de la operación. En estos casos, el vendedor quedará eximido de constituir la garantía de variación. “Tratándose de operaciones sobre acciones clasificadas como de alta bursatilidad, CERT, TIDIS o títulos de participación originados en procesos de titularización, el vendedor podrá constituir la garantía básica con la totalidad de los títulos objeto de la operación, y en consecuencia quedará eximido de la constitución de garantías de variación.” Artículo 2.1.8.- Garantía de Variación de operaciones a plazo sobre Acciones, Bonos Convertibles en Acciones, Títulos de Participación originados en procesos de Titularización, CERT y TIDIS: La garantía de variación que debe constituir el comprador será igual a la diferencia entre el valor presente de la operación a plazo y el valor de mercado del activo objeto de la operación, uno y otro valor para la fecha en que se realiza la valoración. Solo habrá obligación de constituir garantía cuando el resultado de la diferencia antes mencionada sea positivo. “La garantía de variación que debe constituir el vendedor, siempre que se trate de operaciones con acciones clasificadas como de alta bursatilidad, de títulos de participación originados en procesos de titularización, CERT o TIDIS, será igual a la diferencia entre el valor de mercado del activo objeto de la operación para la fecha en que se realiza la valoración y el valor presente de la operación a plazo. Sólo habrá obligación de constituir garantía cuando el resultado de la diferencia antes mencionada sea positivo. No habrá lugar a la constitución de garantía de variación cuando la totalidad de las acciones, títulos de participación originados en procesos de titularización, CERT o TIDIS, comprometidos a plazo se entreguen a la Bolsa. “Para el cálculo del valor presente de la operación a plazo de que trata este artículo, se utilizará la siguiente metodología: “donde, “VPO= Valor presente de la operación a plazo. “PR= Precio de registro de la operación. “IR= Indicador de rentabilidad de cada Bolsa. “Dcto= Días al cumplimiento de la operación. “ El Indicador de Rentabilidad de cada Bolsa (IR) para efectos del descuento, será el correspondiente al rango entre el cual se encuentren los días para cumplimiento de la operación, contados a partir de la fecha en que se efectúa la valoración. “ Los días al cumplimiento de la operación se contarán a partir de la fecha en que se valoriza la operación y hasta la fecha en que se pactó su cumplimiento. Cada bolsa informará dentro de sus instructivos el indicador escogido para efectos de la presente valoración. “Para el cálculo del valor de mercado de las acciones, se utilizará la metodología que para efectos de valoración a precios de mercado reglamenta el artículo 1.7.1.8 de la Resolución 1200 de 1995 y el numeral 9 de la circular 008 de 1995 de la Superintendencia de Valores, o las normas que las modifiquen o sustituyan. “Para la determinación del valor de mercado de los bonos convertibles en acciones, se utilizará la metodología señalada en el numeral 5 de la circular 008 de 1995 de la Superintendencia de Valores, o las normas que las modifiquen o sustituyan. “Para el cálculo del valor de mercado de los títulos de participación originados en procesos de titularización se utilizará el valor de la unidad más reciente expedido por el respectivo agente de manejo. “Para los CERT y TIDIS se utilizará como precio de mercado el promedio aritmético simple de las operaciones registradas en la última rueda de negociación, siempre que estas superen el número de cinco (5), en caso contrario, se utilizará el último promedio disponible conforme a la misma metodología. “Parágrafo: Cuando una acción cambie de bursatilidad, la bolsa respectiva exigirá la constitución o el ajuste de garantías en los porcentajes que para la clasificación vigente sean del caso. En tal evento las sociedades comisionistas dentro del día hábil bursátil siguiente a la exigencia, deberán constituir las nuevas garantías. “Artículo 2.1.9.- Garantía Básica de operaciones a plazo sobre títulos de Renta Fija y Títulos de contenido crediticio originados

en procesos de titularización: La garantía básica que deben constituir tanto el comprador como el vendedor, por la celebración de operaciones a plazo sobre títulos de renta fija y títulos de contenido crediticio originados en procesos de titularización, no podrá ser inferior, para cada uno de ellos, al monto que resulte de aplicar los siguientes porcentajes sobre el valor registrado en la respectiva operación a plazo: "A. El dos (2%) por ciento del valor total de la operación, cuando los días al vencimiento del título objeto de la operación no excedan de 92; "B. El tres (3%) por ciento del valor total de la operación, cuando los días al vencimiento del título estén entre 93 y 182; "C. El cuatro (4%) por ciento del valor total de la operación, cuando los días al vencimiento del título sean superiores a 182. "Los días al vencimiento para efectos de determinar el porcentaje que se aplicará para el cálculo de la garantía básica, se contarán a partir de la fecha de cumplimiento de la operación y hasta la fecha de vencimiento del respectivo título. Los días se contarán con base en años calendario. "El vendedor podrá constituir la garantía básica con la totalidad de los títulos objeto de la operación y, en consecuencia, quedará eximido de la constitución de garantías de variación. "Artículo 2.1.10.- Garantía de Variación de operaciones a plazo sobre Títulos de Renta Fija y Títulos de Contenido Crediticio Originados en Procesos de Titularización: La garantía de variación que debe constituir el comisionista comprador será igual a la diferencia entre el valor presente de la operación a plazo y el valor de mercado del activo objeto de la operación, uno y otro valor para la fecha en que se realiza la valoración. Sólo habrá obligación de constituir garantía cuando el resultado de la diferencia antes mencionada sea positivo. "La garantía de variación que debe constituir el vendedor será igual a la diferencia entre el valor de mercado del activo objeto de la operación y el valor presente de la operación a plazo, uno y otro valor para la fecha en que se realiza la valoración. Solo habrá obligación de constituir garantía cuando el resultado de la diferencia antes mencionada sea positivo. "Artículo 2.1.11.- Valoración de las Operaciones a plazo sobre Títulos de Renta Fija y Títulos de Contenido Crediticio Originados en Procesos de Titularización: Para el cálculo del valor presente de la operación a plazo señalado en el artículo anterior, se utilizará la siguiente metodología: " " donde, "VPO= Valor presente de la operación a plazo. "PR= Precio de registro de la operación. "IR= Indicador de rentabilidad de cada Bolsa. "Dcto= Días al cumplimiento de la operación. " El Indicador de Rentabilidad de cada Bolsa (IR) para efectos del descuento, será el correspondiente al rango entre el cual se encuentren los días para cumplimiento de la operación, contados a partir de la fecha en que se efectúa la valoración. " Los días al cumplimiento de la operación se contarán a partir de la fecha en que se valoriza la operación y hasta la fecha en que se pactó su cumplimiento. Los días se contarán con base en años calendario. Cada bolsa informará dentro de sus instructivos el indicador escogido para efectos de la presente valoración. "Artículo 2.1.12.- Valor de Mercado de Títulos de Renta Fija y Títulos de Contenido Crediticio Originados en Procesos de Titularización: La estimación del valor de mercado de los activos de las operaciones a plazo de que trata el artículo 2.1.10. se realizará conforme a la siguiente metodología: "A. Estimación del margen de solvencia: Realizada la operación a plazo, la bolsa respectiva determinará el margen de solvencia que tendrá el activo objeto de la operación durante su vigencia, para efectos del cálculo de la garantía de variación. Este margen resultará de la diferencia entre la tasa a la que se registro la operación a plazo y la tasa a plazo del periodo al que se pactó la operación. Cuando tal diferencia arroje un resultado negativo, se asumirá como margen de solvencia un valor de cero (0). " " Donde, "Mgs= Margen de solvencia. "TOP= Tasa de registro de la operación a plazo. "TFm,n= Tasa a plazo de m días para un plazo de n días. "B. Estimación de la Tasa a plazo para el Comprador: Para el cálculo de la tasa a plazo de la parte compradora se utilizará la siguiente fórmula: " " Donde, "TFm,n= Tasa a plazo de m días para un plazo de n días. "IRm+n= Indicador de

rentabilidad de cada Bolsa para el plazo de $m+n$ días. "IRn= Indicador de rentabilidad de cada Bolsa para el plazo de n días. "n= Días calendario para el cumplimiento de la operación. "m= Días calendario entre la fecha de cumplimiento y la fecha de redención del título. "C. Estimación de la tasa a plazo para el vendedor: Para el cálculo de la tasa a plazo de la parte vendedora se utilizará la siguiente fórmula: " " Donde, "TFm,n= Tasa a plazo de m días para un plazo de n días. IRm+n= Indicador de rentabilidad de cada Bolsa para el plazo de $m+n$ días. "IRn= Indicador de rentabilidad de cada Bolsa para el plazo de n días. "Mgdsv= Margen estimado para la tasa del indicador en el plazo n días, la cual será igual al valor de la desviación estándar de la muestra empleada en cada día para el cálculo del respectivo indicador. "n= Días calendario para el cumplimiento de la operación. "m= Días calendario entre la fecha de cumplimiento y la fecha de redención del título. "D. Estimación del Valor Presente Neto del Activo para el día de Cumplimiento: Diariamente la Bolsa calculará la tasa a plazo correspondiente al plazo de cada operación, y la adicionará en el respectivo margen de solvencia, con el objeto de estimar el valor presente del activo para el día de cumplimiento. "Para el cálculo del valor presente del activo para el día de cumplimiento se utilizará la siguiente fórmula: " " donde, "VPNC= Valor Presente Neto del activo para el día de cumplimiento. "VF= Valor Futuro del activo objeto de la operación. "TFm,n= Tasa a plazo de m días en n días. "Mgs= Margen de solvencia. "Dvto= Días al vencimiento del activo, contados a partir de la fecha de cumplimiento de la operación. "E. Estimación del Valor de Mercado del Activo Objeto de la Operación a plazo: Para el cálculo del valor de mercado del activo objeto de la operación en la fecha de valoración se utilizará la siguiente fórmula: " " donde, "VM= Valor de Mercado. "VPNC= Valor Presente Neto del activo para el día de cumplimiento. "IR= Indicador de rentabilidad de cada Bolsa. "Dcto= Días al cumplimiento de la operación. "Artículo 2.1.13.- Garantías Admisibles: Se consideran garantías admisibles en las operaciones a plazo de cumplimiento efectivo, además del activo materia de la operación, el dinero en efectivo, los títulos con inscripción vigente en la Bolsa respectiva o en otras Bolsas del país si aquella así lo aprueba, así como las demás que autoricen la Superintendencia de Valores y la respectiva Bolsa. "Tratándose de acciones sólo se recibirán acciones de alta bursatilidad, sin perjuicio de los señalado en el artículo 2.1.7. del presente Reglamento. "En todo caso, las garantías deberán ser constituidas y dejarse a disposición de la Bolsa respectiva. "Artículo 2.1.14.- Obligación de constituir y ajustar la Garantía de Variación: Las Sociedades comisionistas deberán constituir y ajustar la garantía de variación cada vez que las diferencias a que hacen referencia los artículos 2.1.8. y 2.1.12. de este reglamento sean positivas, siempre y cuando el resultado de restar de su garantía total ya constituida el valor de la garantía de variación calculado para la respectiva operación a plazo en una fecha dada de acuerdo con lo allí dispuesto, sea igual o inferior al 50% del valor de la garantía básica requerida para la correspondiente operación a plazo. "En caso de que el anterior resultado sea igual o inferior al 50% del valor de la garantía básica de la correspondiente operación a plazo, la Bolsa deberá solicitar la constitución de la respectiva garantía de variación, la cual debe corresponder al 100% de la diferencia positiva que resulte del cálculo realizado en los términos de los artículos señalados según corresponda, deducida la garantía de variación efectivamente depositada. "La Bolsa de Valores podrá exigir en cualquier tiempo durante el plazo de la operación, la constitución de garantías adicionales. "Artículo 2.1.15.- Incumplimiento de la Operación por la Compra: Cuando se incumpla una operación por la parte compradora, se generarán a partir del incumplimiento, intereses de mora sobre el precio pactado para la operación. Para el pago íntegro de la operación por la compra, se procederá así: "1. La bolsa respectiva intentará vender los activos objeto de la operación que hayan sido entregados por el vendedor al cumplir la operación, a fin de satisfacer el pago. Si el valor

neto de realización de los activos es superior al precio pactado más los intereses de mora a que hubiere lugar, la bolsa respectiva reintegrará el saldo al vendedor.”2. Si el valor neto de realización de los activos entregados por el vendedor, es inferior al precio pactado para la operación a plazo más los intereses de mora, la bolsa respectiva compensará el saldo pendiente de pago hasta concurrencia de lo debido con lo obtenido por la realización de las garantías especiales y, de ser necesario, las generales otorgadas por la sociedad comisionista compradora. Para este efecto, la Bolsa queda ampliamente facultada para determinar la forma de liquidar o realizar los activos entregados en garantía. Si existiere un sobrante, el mismo será restituido al comprador al siguiente día hábil bursátil de haberse pagado íntegramente la operación al vendedor.”3. Si la Bolsa no pudiese vender los activos objeto de la operación dentro de los dos (2) días hábiles bursátiles siguientes al incumplimiento de la misma, ésta quedará resuelta por incumplimiento y la Bolsa procederá a reintegrar los valores entregados por el vendedor y a liquidar las garantías especiales entregadas por el comprador. El producto de la enajenación de tales garantías se entregará en favor del vendedor, a título de cláusula penal, sin desmedro de la indemnización por los perjuicios adicionales que se le hayan ocasionado.”Parágrafo.- La tasa moratoria aplicable será la máxima permitida en la legislación comercial, esto es, el doble del interés bancario corriente, sin que, en todo caso, sea o exceda de la tasa de usura.”Artículo 2.1.16.- Incumplimiento de la Operación por la Venta: Cuando se incumpla una operación por la parte vendedora, se generarán, a partir del incumplimiento, intereses de mora sobre el precio pactado para la operación. Para el pago íntegro de la operación de venta, se procederá así:”1. La bolsa respectiva, con los dineros que hayan sido entregados por el comprador para cumplir la operación, intentará adquirir especies de las mismas calidades a las del registro. Si el dinero entregado por el comprador alcanzare a satisfacer tal adquisición más los intereses de mora sobre el precio pactado para la operación y existiere un excedente, la bolsa respectiva reintegrará el saldo al comprador.”2. Si con los dineros entregados por el comprador no se alcanzare a adquirir dichas especies más los intereses moratorios sobre el precio pactado, la Bolsa compensará con las garantías especiales y de ser necesario las generales otorgadas por la sociedad comisionista vendedora, el saldo pendiente de pago hasta concurrencia de lo debido. Para este efecto, la Bolsa queda ampliamente facultada para determinar la forma de liquidar los activos entregados en garantía. Si existiere un remanente, será restituido al vendedor al siguiente día hábil bursátil de haberse pagado íntegramente la operación al comprador.”3. Si la Bolsa no pudiese adquirir los activos objeto de la operación dentro de los dos (2) días hábiles bursátiles siguientes al incumplimiento de la misma, ésta quedará resuelta por incumplimiento y la Bolsa procederá a reintegrar los dineros y valores entregados por el comprador y a liquidar las garantías especiales entregadas por el vendedor. El producto de la enajenación de tales garantías se entregará en favor del comprador, a título de cláusula penal, sin desmedro de la indemnización por los perjuicios adicionales que se le hayan ocasionado.”Parágrafo.- La tasa moratoria aplicable será la máxima permitida en la legislación comercial, esto es, el doble del interés bancario corriente, sin que, en todo caso, sea o exceda de la tasa de usura.”TITULO III“DE LAS OPERACIONES DE CUMPLIMIENTO FINANCIERO“Capítulo Primero“Definiciones“Artículo 3.1.1.- Definiciones. Para todos los efectos a que haya lugar en relación con las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, los términos señalados a continuación tendrán el significado y alcance determinado en este capítulo.”1. Contratos sobre índices: Se entenderán por ‘contratos sobre índices’, los contratos sometidos al régimen de la Ley 32 de 1979, de acuerdo con la calificación efectuada por la Sala General de la Superintendencia de Valores a través de la Resolución 1367 de 1996, incorporada a la Resolución 400 de 1995. “2. Contratos transados: Se entenderá

por 'contratos transados', el número de contratos sobre un activo en particular que se negocien por cada operación a plazo de cumplimiento financiero. "3. Cantidad estándar del contrato: Se entenderá por 'cantidad estándar del contrato', el valor nominal que representa un contrato sobre un activo en particular. La "cantidad estándar del contrato" se define en forma específica para cada contrato. "Capítulo Segundo "De las operaciones de cumplimiento financiero en general" Artículo 3.2.1.- Activos Negociables: Las operaciones a plazo de cumplimiento financiero sólo podrán versar sobre TES y contratos sobre índices bursátiles, índices de divisas o indicadores de rentabilidad. "Tratándose de TES, sólo podrán realizarse operaciones sobre títulos cuyo plazo de vencimiento, contado a partir de la fecha fijada para el cumplimiento de la operación, no exceda de un año. Este límite aplicará igualmente para el activo subyacente, en el caso de contratos sobre índices de rentabilidad de títulos de renta fija. "Artículo 3.2.2.- Anticipo del cumplimiento: Cuando la inscripción de un valor activo sobre el cual se hayan realizado operaciones de cumplimiento financiero se suspenda o cancele, o el índice o indicador correspondiente desaparezca, dichas operaciones deberán cumplirse anticipadamente y liquidarse tomando en cuenta el último precio de mercado, de conformidad con lo establecido en el artículo 3.2.9 de este reglamento. "Artículo 3.2.3.- Vencimientos de las operaciones: Todas las operaciones a plazo de cumplimiento financiero tendrán vencimientos en fechas uniformes, previamente establecidos en los reglamentos de los correspondientes activos negociables. Cuando se realice la apertura de negociaciones sobre un activo, estos vencimientos deberán ser informados en los boletines diarios y en los respectivos instructivos con anterioridad al inicio de operaciones. "Artículo 3.2.4.- Garantías: La celebración de operaciones a plazo de cumplimiento financiero, exigen la constitución de garantías básica y de variación, en la forma y términos determinados en el Capítulo Segundo del Título Primero de este Reglamento. "Artículo 3.2.5.- Monto de las garantías: El monto de las garantías que deben constituirse por el registro de una operación a plazo de cumplimiento financiero, serán las siguientes: "A. Monto de la garantía básica "1. Tratándose de contratos sobre índices bursátiles de acciones: Cuando se trate de operaciones que versen sobre contratos sobre índices bursátiles de acciones, la garantía básica que deberán constituir tanto el comprador como el vendedor será del diez por ciento (10%) del valor total de la operación. "2. Tratándose de TES ó contratos sobre índices de rentabilidad de títulos de renta fija: Cuando se trate de operaciones que versen sobre TES o sobre contratos sobre índices de rentabilidad de títulos de renta fija, la garantía básica se calculará de acuerdo con los días al vencimiento que le resten al respectivo título o activo subyacente, contados a partir de la fecha de cumplimiento de la operación. Así, dicha garantía deberá ser depositada tanto por el comprador como por el vendedor y no podrá ser inferior, para cada uno de ellos a los siguientes valores: " El dos (2%) por ciento del valor total de la operación a plazo, cuando los días al vencimiento del título o del activo subyacente, según lo antes anotado, no excedan 92; " El tres (3%) por ciento del valor total de la operación a plazo, cuando los días al vencimiento del título o del activo subyacente, estén entre 93 y 182, y " El cuatro (4%) por ciento del valor total de la operación a plazo, cuando los días al vencimiento del título o del activo subyacente estén entre 183 y 365. "B. Monto de la garantía de variación "La garantía de variación en una fecha dada será igual a la diferencia entre el equivalente en valor presente del valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado calculado por la Bolsa para dicha operación a plazo en esa misma fecha. "Cuando el precio de mercado calculado por la bolsa respectiva para valorizar las operaciones del respectivo activo resulte de una metodología que promedie el precio de las operaciones registradas a plazo, la garantía de variación en una fecha dada será igual a la diferencia entre el valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado calculado por la Bolsa para el respectivo activo

en esa misma fecha. “Artículo 3.2.6.- Cálculo y ajuste de la garantía de variación: Cuando la diferencia entre el equivalente en valor presente del valor pactado para la operación a plazo en una fecha dada y el valor de mercado calculado por la bolsa respectiva para dicha operación a plazo en esa misma fecha sea positiva, corresponderá al comprador de la operación constituir y ajustar su garantía. Si dicha diferencia es negativa, la obligación de constituir y ajustar corresponderá al vendedor de la operación. “Cuando el precio de mercado calculado por la bolsa respectiva para valorizar las operaciones del respectivo activo resulte de una metodología que promedie el precio de las operaciones registradas a plazo, se tomará la diferencia entre el valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado calculado por la Bolsa para el respectivo activo en esa misma fecha. “La garantía de variación deberá constituirse y ajustarse por parte del comprador o del vendedor, según sea el caso, cuando el resultado de restar el valor de la garantía de variación, calculado para la respectiva operación a plazo en la fecha, de la garantía total de quien corresponda ya constituida, sea igual o inferior al 50% del valor de la garantía básica requerida para la respectiva operación a plazo. “En caso de que el anterior resultado sea igual o inferior al 50% del valor de la garantía básica de la correspondiente operación a plazo, la Bolsa deberá solicitar a la firma comisionista compradora o vendedora, según sea el caso, la constitución de la respectiva garantía de variación, la cual debe corresponder al 100% de la diferencia que resulte de los cálculos realizados para la determinación de la garantía de variación, deducido el monto efectivamente constituido por ese concepto. “Las garantías deberán valuarse diariamente con el fin de que éstas cubran en todo momento los riesgos derivados de los cambios de precio que ocurran en el mercado. Para ello, las Bolsa de Valores podrán exigir en cualquier tiempo, durante el plazo, la constitución de garantías adicionales. “Artículo 3.2.7.- Garantías Admisibles: Se consideran únicamente como garantías admisibles en las operaciones a plazo de cumplimiento financiero el dinero en efectivo, TES, títulos de participación emitidos por el Banco de la República. “Artículo 3.2.8.- Cumplimiento de la Operación: Llegado el plazo de cumplimiento de la operación, la Bolsa establecerá la diferencia entre el valor pactado de la operación y el valor de mercado del activo objeto de la operación a plazo. Si tal diferencia es positiva corresponderá al comprador pagar al vendedor el monto de tal diferencia, si por el contrario, el resultado de la diferencia es negativo corresponderá al vendedor pagar al comprador. “Realizado el pago a que se hace referencia en el párrafo anterior, se entenderá cumplida la operación. “Artículo 3.2.9.- Cumplimiento Anticipado: El cumplimiento y liquidación de estas operaciones podrá anticiparse en cualquier momento siempre que exista voluntad de ambas partes para hacerlo, utilizando para el efecto una de las siguientes opciones: “A. Cuando el precio de mercado calculado por la bolsa respectiva para valorizar las operaciones del respectivo activo resulte de una metodología que promedie el precio de las operaciones registradas a plazo, se cumplirá así: “La compra se liquida utilizando el precio pactado en la operación. La venta se liquida utilizando el precio de mercado calculado por la bolsa respectiva para efectos de valoración del respectivo activo en el día inmediatamente anterior a la solicitud de anticipación. El cumplimiento se hace por el diferencial, entregando dinero, entre la liquidación de compra y la liquidación de venta. Si tal diferencia es positiva, la cantidad resultante la pagará el comprador. Si es negativa la cancelará el vendedor. “B. Cuando el precio de mercado calculado por la bolsa respectiva para valorizar las operaciones del respectivo activo, resulte de una metodología que promedie el precio de las operaciones registradas a contado, se cumplirá así: “La compra se liquida utilizando el equivalente en valor presente del precio pactado en la operación. La venta se liquida utilizando el precio de mercado calculado por la bolsa respectiva para efectos de valoración del respectivo activo en el día inmediatamente anterior a la solicitud de liquidación. El cumplimiento se

hace por el diferencial, entregando dinero, entre la liquidación de compra y la liquidación de venta. Si tal diferencia es positiva, la cantidad resultante la pagará el comprador. Si es negativa la cancelará el vendedor.”Artículo 3.2.10.- Incumplimiento de la Operación: Cuando se incumpla una operación de cumplimiento financiero, se generarán, a partir del incumplimiento, intereses de mora a la tasa máxima legal sobre la diferencia en dinero a que haya lugar y a favor del comprador o del vendedor, según sea el caso. Para el pago íntegro de la operación, se procederá así: “1. La bolsa respectiva intentará liquidar las garantías especiales y, si fuere necesario las generales, otorgadas por la parte incumplida. “2. Con el producto de la venta de tales garantías, pagará a la parte cumplida, hasta concurrencia de dicho producto, la diferencia en dinero a que haya lugar más los intereses moratorios sobre tal suma. Lo anterior sin desmedro de la indemnización por los perjuicios adicionales causado a la parte cumplida.”Para este efecto, la bolsa respectiva queda ampliamente facultada para determinar la forma de liquidar los activos entregados en garantía. “3. Si existiere un remanente, será restituido al siguiente día hábil bursátil de haberse pagado íntegramente la operación a quien corresponda.”Capítulo Tercero “De la compensación de garantías “Artículo 3.3.1. Definiciones. Para todos los efectos a que haya lugar en relación con lo previsto en el presente capítulo, los siguientes términos tendrán el significado y el alcance que a continuación se indica: “1. Posición Abierta: Se entenderá por “posición abierta” aquella posición de compra o de venta respecto de un contrato específico, en relación con la cual no se ha asumido una posición contraria o inversa ni se han compensado las correspondientes garantías.”2. Posición contraria o inversa: Se entiende por “posición contraria o inversa” aquella que resulta del hecho de que el comprador o el vendedor en una operación a plazo registre otra operación a plazo en la cual tiene la obligación de vender o comprar, respectivamente, uno o varios contratos con iguales características y fecha de vencimiento a aquellos objeto de la operación inicial respecto de los cuales existe una posición abierta. Ambas operaciones deberán haber sido realizadas por una misma sociedad comisionista actuando, en uno y otro caso, por cuenta de un mismo comitente o por cuenta propia.”Artículo 3.3.2. Control de las posiciones contrarias o inversas: Diariamente, una vez cerrado el horario de negociación y complementada la información de compradores y vendedores de las operaciones realizadas en el día, la bolsa de valores procederá en forma automática a determinar las posiciones abiertas respecto de las cuales se han asumido, por cuenta de un mismo comitente o por cuenta de la propia sociedad comisionista, posiciones contrarias.”Si una posición pudiere tenerse como contraria o inversa de mas de una posición abierta, solo tendrá la calidad de tal respecto de la posición abierta mas antigua.”Diariamente la Bolsa informará a las sociedades comisionistas sobre las posiciones abiertas respecto de las cuales se han asumido posiciones contrarias o inversas en la rueda inmediatamente anterior. “Artículo 3.3.3. De la compensación de garantías: La sociedad comisionista que realice una operación en la cual se asuma una posición contraria o inversa a una posición abierta anterior, podrá compensar las correspondientes garantías básica y de variación.”Para estos efectos, la Bolsa calculará el monto que resulta de la compensación de las garantías básica y de variación constituidas hasta el momento, aplicando la siguiente fórmula: “ $G = (P_c - P_v)(N)(V)$ ” donde, “G = Monto resultante de la compensación de garantías” “ P_c = Precio de compra pactado para el contrato subyacente, según haya sido registrado en la respectiva operación” “ P_v = Precio de venta pactado para el contrato subyacente, según haya sido registrado en la respectiva operación” “N = Número de contratos cuya garantía habrá de compensarse” “V = Valor o cantidad estándar del contrato subyacente.”Si el monto resultante fuere positivo, esto es si el precio de compra pactado para los contratos subyacentes fuese superior al precio de venta, se entenderán compensadas las garantías con la entrega de una suma de dinero

equivalente al monto resultante de aplicar la fórmula arriba señalada. "Si el monto resultante fuere negativo, esto es si el precio de compra pactado para los contratos subyacentes fuese inferior al precio de venta, no habrá lugar a la entrega de suma de dinero alguna y la compensación de garantías se efectuará automáticamente. "Las garantías básica y de variación que se compensaren serán sustituidas por la suma de dinero que resulte de la compensación y, por tanto, los valores que la Bolsa tuviere como tales serán restituidos al comisionista que los entregó una vez éste haya depositado dicha suma de dinero. "La suma de dinero entregada de conformidad con lo previsto en el presente artículo servirá de fuente de pago de las operaciones correspondientes en cuanto a las posiciones cuyas garantías han sido compensadas. "Parágrafo Primero: Hasta tanto no se haya hecho entrega de la suma de dinero que resulta de la compensación de garantías, ésta no se entenderá perfeccionada y, por consiguiente, las correspondientes posiciones continuarán rigiéndose por lo dispuesto en el Título Primero, Capítulo Segundo y el Título Tercero, Capítulo Segundo de este reglamento en materia de garantías, subsistiendo entonces la obligación de constituir y ajustar las garantías básica y de variación correspondientes. "Parágrafo Segundo: En ningún caso procederá la corrección de la complementación de las operaciones que den lugar a la compensación de garantías, una vez se haya hecho entrega de la suma de dinero correspondiente. "Parágrafo Tercero: La suma de dinero resultante de la compensación de garantías únicamente podrá entregarse en dinero en efectivo o cheques de gerencia consignados en la cuenta corriente bancaria que indique la Bolsa de Valores. Dicho depósito no causará intereses en favor del depositante. "Parágrafo Cuarto: Las operaciones respecto de las cuales se hubieren compensado total o parcialmente las correspondientes garantías no se entenderán cumplidas, liquidadas o resueltas anticipadamente". ARTICULO SEGUNDO: Publíquese la presente resolución en el Boletín del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Capítulo Superintendencia de Valores, en cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 46 del código contencioso administrativo.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE Dada en Santa Fe de Bogotá, D.C., a MARIA ISABEL BALLESTEROS BELTRÁN Superintendente Delegado para Intermediarios de Valores y demás Entidades Vigiladas Por la cual se autoriza el Reglamento Conjunto de Operaciones a Plazo presentado por la Bolsa de Bogotá S.A., la Bolsa de Medellín S.A. y la Bolsa de Occidente S.A.

Anexo B. Resolución Numero 0659 del 7 de Octubre de 1998 de la Superintendencia de Valores- Ministerio de Hacienda y Crédito Publico.

REPUBLICA DE COLOMBIA
MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICOSUPERINTENDENCIA DE
VALORESRESOLUCION NUMERO 0659 DE 1998(-7 OCTUBRE)

Por la cual se autoriza a la Bolsa de Bogotá S.A. el contrato de operación a plazo decumplimiento financiero sobre el indicador de rentabilidad denominado Depósito a Término Fijo, calculado para un plazo de noventa días (DTF 90) REFERENCIAENTIDAD VIGILADA Bolsa de Bogotá S.A.RADICACIÓN 19989-17727 del 21 y 23 de septiembre de 1998, respectivamenteACTA CONSEJO DIRECTIVO 2215 FECHA REUNIÓN 16 de septiembre de 1998ASUNTO Autorización del contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de rentabilidad denominado Depósito a Término Fijo, calculado para un plazo de noventa días (DTF90). EL SUPERINTENDENTE DELEGADO PARA INTERMEDIARIOS DE VALORES Y DEMÁS ENTIDADES VIGILADASen uso de sus atribuciones legales, en especial de las consagradas en los artículos 5o. del decreto 2969 de 1960 y 9o. de la ley 32 de 1979, en concordancia con lo dispuesto por los artículos 7o. del decreto 3227 de 1982; 3o., numeral 41, del decreto 2739 de 1991; 1o. del decreto 2115 de 1992 y 3o., numeral 19, del decreto 193 de 1994, y CONSIDERANDOPRIMERO: Que la entidad referida se encuentra sometida al control y vigilancia de la Superintendencia de Valores, en virtud de lo establecido por el artículo 1o. del decreto 2115 de 1992;SEGUNDO: Que la Superintendencia de Valores, mediante la resolución número 0457 del 15 de julio de 1998, autorizó el reglamento conjunto de

operaciones a plazo presentado por la Bolsa de Bogotá S.A., la Bolsa de Medellín S.A. y la Bolsa de Occidente S.A.;TERCERO: Que de conformidad con lo establecido en el artículo 1.6.1.3. de la resolución 400 de 1995, y en el artículo 3.2.4.10. de la resolución 1200 del mismo año, modificado por el artículo 1º. de la resolución 209 y 144 de 1997 y 1998, respectivamente, disposiciones todas expedidas por esta Superintendencia, previo el inicio de las operaciones a plazo sobre un índice determinado, las Bolsas de Valores requieren de la autorización de esta entidad;CUARTO: Que, mediante las comunicaciones de la referencia, la Bolsa de Bogotá S.A. solicitó a la Superintendencia autorizar el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de rentabilidad denominada Depósito a Término Fijo, calculado para un plazo de noventa días (DTF90), aprobado en la reunión del Consejo Directivo antes indicada;QUINTO: Que la petición fue formulada por conducto de persona debidamente legitimada;SEXTO: Que, de acuerdo con los estatutos de la Bolsa de Bogotá S.A., corresponde al Consejo Directivo estudiar, adoptar y reformar los reglamentos de la Bolsa, ySÉPTIMO: Que el citado contrato se ajusta a las prescripciones legales y estatutarias. RESUELVE: ARTÍCULO PRIMERO: Autorizar el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de rentabilidad denominado Depósito a Término Fijo, calculado para un plazo de noventa días (DTF90), cuyo texto es el siguiente:“CONDICIONES GENERALES“INTRODUCCIÓN“I ESPECIFICACIONES TÉCNICAS“II HORARIO DE NEGOCIACIÓN“III GARANTÍAS“IV CONDICIONES DE LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO“V CUMPLIMIENTO ANTICIPADO“INTRODUCCIÓN“Estas Condiciones Generales recogen y determinan las características únicas del ‘Contrato de Operación A Plazo De Cumplimiento Financiero sobre el indicador de rentabilidad denominado Depósito A Término Fijo, calculado para un plazo de noventa días (DTF90)’, en los términos en que el indicador de rentabilidad ‘DTF’ es definido como activo subyacente, tal como lo exige el Capítulo Primero del Título Sexto de la Parte Primera de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores. “El Contrato DTF90 tiene como activo subyacente la tasa de interés DTF Nominal Anual Trimestre Anticipado (DTF NA/TA) devengada por un monto de Cien Millones de Pesos Moneda Legal Colombiana durante un periodo de noventa días. Por virtud de dicho contrato, las partes se obligan a pagar en dinero y en la fecha prevista para el vencimiento pactado, la diferencia entre el valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado del activo subyacente para la misma fecha de vencimiento, de acuerdo con las ‘Condiciones de Liquidación en el vencimiento del Contrato’, señaladas en el numeral IV de estas Condiciones.“Los derechos y obligaciones contraídos por las partes contratantes -sociedades comisionistas de bolsa- como resultado de la celebración de una operación sobre algún Contrato DTF90, serán los determinados en el Reglamento General de Operaciones a Plazo de la Bolsa de Bogotá S.A. y en el Reglamento del Sistema de Transacción Electrónico, e igual se entenderá respecto de las facultades de la Bolsa.“Así mismo, las palabras o términos no expresamente definidos en estas Condiciones Generales, se entenderán tal y como han sido definidos en el Reglamento General de Operaciones A Plazo de la Bolsa de Bogotá S.A., o en sus demás Reglamentos, si la palabra o término está explícitamente definida en otro cuerpo normativo interno.“Para todos los efectos a que haya lugar, y de manera especial para las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, se entiende que este Contrato hace parte de la regulación a la que están sujetos todas las personas que realicen negociaciones de valores a través de las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa de Bogotá S.A. de conformidad con lo establecido en el artículo 20 del Decreto Ley 1172 de 1980.“I. ESPECIFICACIONES TÉCNICAS“1.1. Activo subyacente.- El indicador de rentabilidad correspondiente a la tasa de interés DTF Nominal Anual Trimestre Anticipado (DTF

NA/TA) para depósitos a 90 días, calculada oficialmente por el Banco de la República cada semana, en los términos de la Resolución Externa 17 de 1993 de la Junta Directiva del Banco de la República y de las normas que la modifiquen, adicionen o sustituyan.”1.2. Tamaño del contrato.- Cada contrato se realizará sobre un importe de Cien Millones de pesos colombianos (\$100’000.000). “1.3. Cantidad mínima de contratos a negociar.- En cada operación se negociará al menos un (1) contrato.”1.4. Forma de cotización.- Las ofertas de compra o de venta se cotizarán por precio porcentual hasta con tres decimales. El precio ofertado será el resultado de la siguiente formulación: “donde,” = Precio ofertado de la operación por el comprador o el vendedor.”DTFe = Tasa DTF NA/TA esperada para la fecha de cumplimiento del contrato ofertado.”1.5. Variación máxima diaria de precio para las operaciones y cierre del mercado.- Los precios de las operaciones de compraventa, entendida como tal una oferta de compra y venta calzada automáticamente por el sistema de transacción electrónico, no podrán exceder en un 0,90% (0,009) por encima o por debajo, inclusive, el valor de mercado al cierre del día hábil anterior, calculado por la Bolsa de Bogotá para cada uno de los plazos al vencimiento, de acuerdo con el numeral 3.3 de este contrato.”De presentarse alguna operación en el límite de los rangos establecidos, se cerrará automáticamente la negociación de los contratos sobre DTF90 para todos los vencimientos abiertos, mientras la Bolsa de Bogotá determina y solicita garantías adicionales por cada uno de los inversionistas con posiciones abiertas. El mercado se reabrirá para cada inversionista, una vez éste haya constituido sus garantías adicionales. “De manera discrecional la Bolsa de Bogotá podrá cambiar en cualquier momento, previa notificación al mercado, el porcentaje de variación máxima diaria de precio del 0,9%, si las condiciones de mercado así lo ameritan. Dicho cambio será informado a través del Boletín Diario de la Bolsa, salvo que por razones de urgencia deban realizarse cambios durante el mismo día de negociación, en cuyo caso se informará al mercado mediante el mecanismo de noticias del Sistema de transacción.”1.6. Vencimientos.- Las operaciones a plazo de cumplimiento financiero sobre DTF 90 días, vencerán el tercer lunes de cada mes. Si ese día corresponde a un día no hábil, el vencimiento será el siguiente día hábil. “1.7. Plazo y número de vencimientos abiertos.- Se podrán realizar operaciones hasta por un plazo de seis meses y en consecuencia únicamente se tendrán abiertos simultáneamente los 6 vencimientos más próximos.”1.8. Último día de negociación.- Se realizarán negociaciones hasta el segundo viernes anterior al vencimiento de la operación, inclusive. Si ese viernes corresponde a un día no hábil, las negociaciones se realizarán hasta el día hábil inmediatamente anterior a ese viernes. “1.9. Apertura de vencimientos.- El día hábil inmediatamente siguiente al último día de negociación de un vencimiento, se dará apertura a la negociación del sexto vencimiento posterior. “1.10. Forma de liquidación.- Llegada la fecha de vencimiento, la operación se liquidará con el precio establecido a partir de la DTF NA/TA calculada por el Banco de la República, vigente para esa semana.”Si por cualquier circunstancia la DTF NA/TA no estuviera disponible al momento de la liquidación de la operación, se tomará como referencia la última DTF NA/TA informada por el Banco de la República. “1.11. Cumplimiento de la operación.- El día de su vencimiento, la operación será cumplida a más tardar a las 3:00 p.m. hora colombiana. La operación será pagada en moneda legal colombiana por quien corresponda y en el monto determinado de acuerdo con la metodología señalada para la liquidación del contrato al vencimiento descrita en el numeral 4.1 del presente contrato. El pago se efectuará a través de la Cámara de Compensación de la Bolsa de Bogotá. “II. HORARIO DE NEGOCIACIÓN DEL CONTRATO DTF90”Los distintos vencimientos de las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero sobre el contrato DTF90 se negociarán todos los días hábiles, a través del Sistema de transacción de la Bolsa de Bogotá, entre

las 8.00 a.m. y la 1.00 p.m. “III GARANTÍAS” 3.1. Garantía básica.- Cada una de las partes colocará en dinero en efectivo, TES o títulos de participación emitidos por el Banco de la República, el equivalente a un valor fijo calculado como un porcentaje del tamaño del contrato. Dicho porcentaje equivale al 2%, el cual se ha establecido como resultado del análisis de la volatilidad histórica de la DTF, de tal manera que la garantía básica se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula: “donde, “GB = Monto de la garantía básica en moneda legal colombiana.” NC = Número de contratos negociados en la operación por cada una de las partes. “Si la garantía básica obtenida como resultado de aplicar la fórmula anterior es inferior a la obtenida de conformidad con lo descrito en el numeral 2, del literal A del artículo 3.2.5 del Reglamento Conjunto de Operaciones a Plazo aprobado mediante la Resolución 0457 del 15 de julio de 1998 de la Superintendencia de Valores, la garantía básica será la prevista en el Reglamento citado. “La Bolsa de Bogotá podrá cambiar la Garantía Básica del 2% si considera que las condiciones de volatilidad de la DTF han cambiado lo suficiente como para modificar el porcentaje inicialmente requerido. Dicho cambio será informado a través del Boletín Diario de la Bolsa, salvo que por razones de urgencia deban realizarse cambios durante el mismo día de negociación, en cuyo caso se informará al mercado mediante el mecanismo de noticias del Sistema de transacción.” 3.2. Garantía de variación.- Diariamente la Bolsa de Bogotá ajustará la garantía de variación que se determinará por la diferencia entre el valor pactado de la operación y el valor de mercado al cierre de la misma, calculado por la Bolsa. Cuando este valor sea positivo, el diferencial será entregado por el comprador y en caso de ser negativo, el diferencial será entregado por el vendedor. “La garantía de variación deberá constituirse y ajustarse por parte del comprador o del vendedor según sea el caso, cuando el resultado de restarle el valor de la garantía de variación a la garantía total ya constituida, sea igual o inferior al 50% de la garantía básica requerida para la respectiva operación a plazo. Se entenderá como garantía total para cada una de las partes, la suma de la garantía básica más la garantía de variación que efectivamente deban constituir cada una de ellas.” En caso de que el anterior resultado sea igual o inferior al 50% del valor de la garantía básica de la correspondiente operación a plazo, la Bolsa deberá solicitar a la firma comisionista compradora o vendedora, según sea el caso, la constitución de la respectiva garantía de variación, la cual debe corresponder al 100% de la diferencia que resulte de los cálculos realizados para la determinación de la garantía de variación, deducido el monto efectivamente constituido por ese concepto.” 3.3. Valor de mercado al cierre.- Con base en los precios pactados, finalizada la sesión del día, la Bolsa de Bogotá procederá a la determinación del valor de mercado al cierre del contrato DTF90 para cada uno de los vencimientos negociados, de acuerdo con alguno de los procedimientos descritos a continuación: “a) Cuando existan al menos un total de 24 operaciones registradas para el vencimiento más próximo, el valor de mercado al cierre de las operaciones a plazo para ese vencimiento, será la media ponderada por el número de contratos, de los precios pactados de las 12 últimas operaciones que se hayan hecho por un número plural de contratos. El valor de mercado al cierre se calculará entonces de acuerdo con la siguiente formulación: “donde, “Vm = Valor de mercado al cierre del día, para el vencimiento más próximo.” Pp = Precio pactado.” i = Subíndice que identifica cada operación efectuada para un vencimiento específico.” n = Número que identifica la última operación realizada.” NC = Número de contratos.” b) Cuando existan entre 12 y 23 operaciones registradas para el vencimiento más próximo y al menos 12 para los vencimientos subsiguientes, el valor de mercado al cierre para los vencimientos antes mencionados, será la media ponderada por el número de contratos de los precios de las 6 últimas operaciones que se hayan hecho por un número plural de contratos. Esta condición aplicará para el cálculo del valor de mercado al cierre para el vencimiento más

próximo en caso de no cumplirse la condición especificada en el apartado a). de este numeral. El valor de mercado al cierre se calculará entonces de acuerdo con la siguiente formulación: “c) Si el número de operaciones realizadas no cumpliera con cualquiera de las condiciones especificadas en los apartados a) y b) anteriores, el valor de mercado al cierre será el que resulte de la media entre el mejor precio de la oferta de compra y el mejor precio de la oferta de venta al cierre, así: “donde, “Vm = Valor de mercado al cierre del día.”Poc = Precio de la oferta de compra más alto al cierre del día.”Pov = Precio de la oferta de venta más bajo al cierre del día. “d) Si el número de operaciones realizadas no cumpliera con alguna de las condiciones especificadas en los apartados a) y b) anteriores y si no hubiera precios de ofertas de venta o de compra al cierre para algún vencimiento específico, se calculará el valor del mercado al cierre para ese vencimiento empleando para ello una metodología que la Bolsa de Bogotá considere idónea. “Parágrafo: Los precios y el valor de mercado al cierre referidos en este numeral, se entenderán siempre como expresiones porcentuales con tres decimales. Para efectos de su manejo en el sistema transaccional, el valor de mercado para cada uno de los vencimientos, se truncará en la diezmilésima y se aproximará a la milésima más cercana, así: si el cuarto decimal resulta mayor o igual a 5, el tercer decimal se aumentará al siguiente entero y, si el cuarto decimal resulta menor a 5, el tercer decimal no cambiará.”IV. CONDICIONES DE LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO“4.1 En el día de vencimiento.- En el día de su vencimiento, la operación a plazo será liquidada financieramente por la Bolsa de acuerdo con la siguiente fórmula: “donde, “Pago = Monto en moneda legal a ser pagado por el comprador o el vendedor, calculado a partir de la diferencia entre el precio pactado de la operación y el precio establecido a partir de la DTF NA/TA vigente en el día de vencimiento de la operación.”Pp = Precio pactado de la operación. “Pmv = Precio establecido a partir de la DTF NA/TA vigente en el día de vencimiento de la operación, calculada por el Banco de la República. “NC = Número de contratos negociados en la operación.”A su vez, el Pmv se calculará de la siguiente manera: “ “donde, “DTFv = Tasa DTF NA/TA informada por la Superintendencia Bancaria vigente en el día de vencimiento de la operación. “Cuando la diferencia entre Pp - Pmv sea positiva, corresponderá al comprador pagarle al vendedor el monto resultante. En caso contrario, esto es, cuando la diferencia entre Pp - Pmv sea negativa, corresponderá al vendedor pagarle al comprador el monto resultante.”En la fecha de cumplimiento de la operación, la Bolsa de Bogotá S.A. comunicará a las Sociedades Comisionistas Miembros que mantuvieran posiciones abiertas en este contrato -haya sido por cuenta propia o de terceros-, el importe de las pérdidas o ganancias a pagar o recibir respectivamente. “Parágrafo: Los precios referidos en este numeral, se entenderán siempre como expresiones porcentuales con 3 decimales. El precio se truncará en la diezmilésima y se aproximará a la milésima más cercana, así: si el cuarto decimal resulta mayor o igual a 5, el tercer decimal se aumentará al siguiente entero y, si el cuarto decimal resulta menor a 5, el tercer decimal no cambiará.”4.2. Cuando se haya realizado una posición contraria.- Se entiende por ‘posición contraria o inversa’ aquella que resulta del hecho de que el comprador o el vendedor en una operación a plazo registre otra operación a plazo en la cual tiene la obligación de vender o comprar, respectivamente, uno o varios contratos con iguales características y fecha de vencimiento a aquellos objeto de la operación inicial respecto de los cuales existe una posición abierta. Ambas operaciones deberán haber sido realizadas por una misma sociedad comisionista actuando, en uno y otro caso, por cuenta de un mismo comitente o por cuenta propia.”La sociedad comisionista que realice una operación en la cual se asuma una posición contraria o inversa a una posición abierta anterior, podrá compensar las correspondientes garantías básica y de variación. Para estos efectos, la Bolsa de Bogotá calculará el monto que resulta de la compensación de las garantías básica y de

variación constituidas hasta el momento, aplicando la siguiente fórmula: “donde, “G = Monto resultante de la compensación de garantías.” Pc = Precio de compra pactado para el contrato subyacente, según haya sido registrado en la respectiva operación.” Pv = Precio de venta pactado para el contrato subyacente, según haya sido registrado en la respectiva operación.” NC = Número de contratos cuya garantía habrá de compensarse.” Si el monto resultante fuere positivo, esto es si el precio de compra pactado para los contratos subyacentes fuese superior al precio de venta, se entenderán compensadas las garantías con la entrega de una suma de dinero equivalente al monto resultante de aplicar la fórmula arriba señalada.” Si el monto resultante fuere negativo, esto es si el precio de compra pactado para los contratos subyacentes fuese inferior al precio de venta, no habrá lugar a la entrega de suma de dinero alguna y la compensación de garantías se efectuará automáticamente.” Las garantías básica y de variación que compensaren serán sustituidas por la suma de dinero que resulte de la compensación y, por tanto, los valores que la Bolsa tuviere como tales serán restituidos al comisionista que los entregó una vez éste haya depositado dicha suma de dinero. “La suma de dinero entregada de conformidad con lo previsto en el presente numeral servirá de fuente de pago de las operaciones correspondientes en cuanto a las posiciones cuyas garantías hayan sido compensadas. La suma de dinero entregada como fuente de pago, será girada por la Bolsa de Bogotá a la contraparte ganadora, en el día de vencimiento de la operación a plazo.” Hasta tanto no se haya hecho entrega de la suma de dinero que resulta de la compensación de garantías, ésta no se entenderá perfeccionada y por consiguiente en estas posiciones continuará la obligación de constituir y ajustar las garantías básica y de variación correspondientes. “Parágrafo: Los precios referidos en este numeral, se entenderán siempre como expresiones porcentuales con 3 decimales.” V. CUMPLIMIENTO ANTICIPADO “Habrá lugar a cumplimiento anticipado cuando: “a) Desaparezca la DTF definida en el numeral 1.1. del presente contrato, en cuyo caso las operaciones realizadas sobre ese subyacente se cumplirán y liquidarán así: la compra se liquida utilizando el precio pactado en la operación. La venta se liquida utilizando el último valor de mercado al cierre calculado por la Bolsa de Bogotá. El cumplimiento se hace por el diferencial, entregando dinero, entre la liquidación de compra y la liquidación de venta. Si tal diferencia es positiva, la cantidad resultante la pagará el comprador. Si es negativa la cancelará el vendedor. “b) Exista voluntad de ambas partes para hacerlo, en cuyo caso las operaciones realizadas sobre el subyacente DTF se cumplirán y liquidarán así: la compra se liquida utilizando el precio pactado en la operación. La venta se liquida utilizando el último valor de mercado al cierre calculado por la Bolsa de Bogotá en el día hábil inmediatamente anterior a la solicitud de anticipación. El cumplimiento se hace por el diferencial, entregando dinero, entre la liquidación de compra y la liquidación de venta. Si tal diferencia es positiva, la cantidad resultante la pagará el comprador. Si es negativa la cancelará el vendedor”. ARTÍCULO SEGUNDO: Publíquese la presente resolución en el Boletín del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Capítulo Superintendencia de Valores, en cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 46 del código contencioso administrativo.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE Dada en Santa Fe de Bogotá, D.C., a MARÍA ISABEL BALLESTEROS BELTRÁN Superintendente Delegado para Intermediarios de Valores y demás Entidades Vigiladas Notificar a: Doctor Augusto Acosta Torres Presidente Bolsa de Bogotá S.A. Carrera 8 13-82 piso 8 Santa Fe de Bogotá, D.C. Por la cual se autoriza a la Bolsa de Bogotá S.A. el contrato de operación a plazo decumplimiento financiero sobre el indicador de rentabilidad denominado Depósito a Término Fijo, calculado para un plazo de noventa días (DTF 90) 7

Anexo C. Resolución Numero 0660 del 7 de Octubre de 1998 de la Superintendencia de Valores- Ministerio de Hacienda y Crédito Publico

REPUBLICA DE COLOMBIA
MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO
SUPERINTENDENCIA DE VALORES
RESOLUCION NUMERO 0660 DE 1998(-7 OCTUBRE)

Por la cual se autoriza a la Bolsa de Bogotá S.A. el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de tasa de cambio de pesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominado Tasa Representativa del Mercado TRM. REFERENCIA ENTIDAD VIGILADA Bolsa de Bogotá S.A. RADICACIÓN 19989-17727 del 21 y 23 de septiembre de 1998, respectivamente. ACTA CONSEJO DIRECTIVO 2215 FECHA REUNIÓN 16 de septiembre de 1998 ASUNTO Autorización del contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre la tasa de cambio de pesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominada Tasa de cambio Representativa del Mercado TRM. EL SUPERINTENDENTE DELEGADO PARA INTERMEDIARIOS DE VALORES Y DEMÁS ENTIDADES VIGILADAS en uso de sus atribuciones legales, en

especial de las consagradas en los artículos 5o. del decreto 2969 de 1960 y 9o. de la ley 32 de 1979, en concordancia con lo dispuesto por los artículos 7o. del decreto 3227 de 1982; 3o., numeral 41, del decreto 2739 de 1991; 1o. del decreto 2115 de 1992 y 3o., numeral 19, del decreto 193 de 1994, y CONSIDERANDOPRIMERO: Que la entidad referida se encuentra sometida al control y vigilancia de la Superintendencia de Valores, en virtud de lo establecido por el artículo 1o. del decreto 2115 de 1992;SEGUNDO: Que la Superintendencia de Valores, mediante la resolución número 0457 del 15 de julio de 1998, autorizó el reglamento conjunto de operaciones a plazo presentado por la Bolsa de Bogotá S.A., la Bolsa de Medellín S.A. y la Bolsa de Occidente S.A.;TERCERO: Que de conformidad con lo establecido en el artículo 1.6.1.3. de la resolución 400 de 1995, y en el artículo 3.2.4.10. de la resolución 1200 del mismo año, modificado por el artículo 1º. de la resolución 209 y 144 de 1997 y 1998, respectivamente, disposiciones todas expedidas por esta Superintendencia, previo el inicio de las operaciones a plazo sobre un índice determinado, las Bolsas de Valores requieren de la autorización de esta entidad;CUARTO: Que, mediante las comunicaciones de la referencia, la Bolsa de Bogotá S.A. solicitó a la Superintendencia autorizar el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de tasa de cambio de pesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominado Tasa Representativa del Mercado TRM, aprobado en la reunión del Consejo Directivo antes indicada;QUINTO: Que la petición fue formulada por conducto de persona debidamente legitimada;SEXTO: Que, de acuerdo con los estatutos de la Bolsa de Bogotá S.A., corresponde al Consejo Directivo estudiar, adoptar y reformar los reglamentos de la Bolsa, ySÉPTIMO: Que el citado contrato se ajusta a las prescripciones legales y estatutarias. RESUELVE: ARTÍCULO PRIMERO: Autorizar el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de tasa de cambio de pesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominado Tasa Representativa del Mercado TRM, cuyo texto es el siguiente:“CONDICIONES GENERALES“INTRODUCCIÓN“I ESPECIFICACIONES TÉCNICAS“II HORARIO DE NEGOCIACIÓN“III GARANTÍAS“IV CONDICIONES DE LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO“V CUMPLIMIENTO ANTICIPADO“INTRODUCCIÓN “Estas Condiciones Generales recogen y determinan las características únicas del ‘Contrato de Operación A Plazo De Cumplimiento Financiero sobre el indicador de tasa de cambio denominado Tasa Representativa de Mercado - TRM’, en los términos en que el indicador ‘TRM’ es definido como activo subyacente, tal como lo exige el Capítulo Primero del Título Sexto de la Parte Primera de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores. “El Contrato TRM tiene como activo subyacente la tasa de cambio de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos de Norte América, para un monto de Veinticinco Mil (USD 25.000,00) dólares americanos. Por virtud de dicho contrato, las partes se obligan a pagar en moneda legal colombiana y en la fecha prevista para el vencimiento pactado, la diferencia entre el valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado del activo subyacente para la misma fecha de vencimiento, de acuerdo con las ‘Condiciones de Liquidación en el vencimiento del Contrato’ determinadas en el numeral IV de estas Condiciones Generales.“Los derechos y obligaciones contraídas por las partes contratantes -sociedades comisionistas de bolsa- como resultado de la celebración de una operación sobre algún Contrato TRM serán los determinados en el Reglamento General de Operaciones a Plazo de la Bolsa de Bogotá S.A. y en el Reglamento del Sistema de Transacción Electrónico, e igual se entenderá respecto de las facultades de la Bolsa.“Así mismo, las palabras o términos no expresamente definidos en estas Condiciones Generales, se entenderán tal y como han sido definidos en el Reglamento General de Operaciones A Plazo de la Bolsa de Bogotá S.A., o en sus demás Reglamentos, si la palabra o término no está explícitamente definida

en otro cuerpo normativo interno. “Para todos los efectos a que haya lugar, y de manera especial para las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, se entiende que este Contrato hace parte de la regulación a la que están sujetos todas las personas que realicen negociaciones de valores a través de las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa de Bogotá S.A. de conformidad con lo establecido en el artículo 20 del Decreto Ley 1172 de 1980. “I. ESPECIFICACIONES TÉCNICAS”

“1.1. Activo subyacente.- El índice de la tasa de cambio de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos de Norte América, denominada Tasa de Cambio Representativa del Mercado (TRM), calculada diariamente por la Superintendencia Bancaria, definida en los términos del Artículo 96 de la Resolución Externa No. 21 de 1993 de la Junta Directiva del Banco de la República, modificado a su vez por el Artículo 1 de la Resolución Externa No. 1 de 1997 del mismo Banco.”

“Parágrafo: En caso de que la autoridad respectiva determine algún cambio en la definición y forma de cálculo del índice, la nueva fórmula se entiende incorporada automáticamente en la definición señalada en este contrato, sin que en manera alguna tal cambio implique una modificación de las condiciones pactadas en las operaciones vigentes.”

“1.2. Tamaño del contrato.- Se realizará sobre un importe de Veinticinco Mil dólares de los Estados Unidos de Norte América (USD 25.000). “1.3. Cantidad mínima de contratos a negociar.- En cada operación se negociará al menos un (1) contrato.”

“1.4. Forma de cotización.- Las ofertas de compra o de venta se cotizarán por precio con dos decimales. Este precio expresará los pesos colombianos a pagar por cada dólar de los Estados Unidos de Norte América (USD 1,00).”

“1.5. Variación máxima diaria de precio para las operaciones y cierre del mercado.- Los precios de las operaciones de compraventa, entendida como tal una oferta de compra y venta calzada automáticamente por el sistema de transacción electrónico, no podrán exceder en un 3% (0,03) por encima o por debajo, inclusive, el valor de mercado al cierre del día hábil anterior, calculado por la Bolsa de Bogotá para cada uno de los plazos al vencimiento, de acuerdo con el numeral 3.3 de este contrato.”

“De presentarse alguna operación en el límite de los rangos establecidos, se cerrará automáticamente la negociación de los contratos sobre TRM para todos los vencimientos abiertos, mientras la Bolsa de Bogotá determina y solicita garantías adicionales por cada uno de los inversionistas con posiciones abiertas. El mercado se reabrirá para cada inversionista, una vez éste haya constituido sus garantías adicionales. “De manera discrecional la Bolsa de Bogotá podrá cambiar en cualquier momento, previa notificación al mercado, el porcentaje de variación máxima diaria de precio del 3%, si las condiciones de mercado así lo ameritan. Dicho cambio será informado a través del Boletín Diario de la Bolsa, salvo que por razones de urgencia deban realizarse cambios durante el mismo día de negociación, en cuyo caso se informará al mercado mediante el mecanismo de noticias del Sistema de transacción.”

“1.6. Vencimientos. Las operaciones a plazo de cumplimiento financiero sobre la TRM vencerán el tercer miércoles de cada mes. Si ese día corresponde a un día no hábil, el vencimiento será el siguiente día hábil. “1.7. Plazo y número de vencimientos abiertos.- Se podrán realizar operaciones hasta por un plazo de seis meses y en consecuencia únicamente se tendrán abiertos simultáneamente los 6 vencimientos más próximos.”

“1.8. Último día de negociación.- Se realizarán negociaciones hasta el cuarto día hábil anterior al día de vencimiento de la operación a plazo, inclusive.”

“1.9. Apertura de vencimientos.- El día hábil siguiente al último día de negociación de un vencimiento, se dará apertura a la negociación del sexto vencimiento posterior. 1.10. Forma de liquidación.- La liquidación de la operación se realizará tomando la TRM vigente el día del vencimiento de la operación, indicador que a su vez ha sido calculado por la Superintendencia Bancaria a partir de las operaciones de contado de divisas del día hábil inmediatamente anterior.”

“Si por cualquier circunstancia la TRM no estuviera disponible al momento de la liquidación de la

operación, se tomará como referencia la última TRM informada por la Superintendencia Bancaria.“1.11. Cumplimiento.- El día de su vencimiento, la operación será cumplida a más tardar a las 3:00 p.m. hora colombiana. La operación será pagada en moneda legal colombiana por quien corresponda y en el monto determinado de acuerdo con la metodología señalada para la liquidación del contrato al vencimiento, descrita en el numeral 4.1 del presente contrato. El pago se efectuará a través de la Cámara de Compensación de la Bolsa de Bogotá. “II. HORARIO DE NEGOCIACIÓN“Los distintos vencimientos de las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero sobre el contrato TRM se negociarán todos los días hábiles, a través del Sistema de transacción de la Bolsa de Bogotá, entre las 8.00 a.m. y la 1.00 p.m.“III. GARANTÍAS“3.1. Garantía básica.- Cada una de las partes colocará en dinero en efectivo, TES o títulos de participación emitidos por el Banco de la República, el equivalente a un valor fijo calculado como un porcentaje del tamaño del contrato. Dicho porcentaje equivale al 6%, el cual se ha establecido como resultado del análisis de la volatilidad histórica de la TRM. Para efectos de su constitución en moneda legal colombiana, el monto de garantía básica en UDS será convertido en pesos, multiplicando dicho monto por la TRM vigente el día de negociación de la Operación a Plazo, de acuerdo con la siguiente fórmula:“ “donde,“GB = Monto de la garantía básica en moneda legal colombiana.“NC = Número de contratos negociados en la operación por cada una de las partes.“TRMn = Tasa Representativa del Mercado vigente en la fecha de negociación de la Operación a Plazo. “La Bolsa de Bogotá podrá cambiar la garantía básica si considera que las condiciones de volatilidad de la TRM han cambiado lo suficiente como para modificar el porcentaje del 6% inicialmente requerido. Dicho cambio será informado a través del Boletín Diario de la Bolsa, salvo que por razones de urgencia deban realizarse cambios durante el mismo día de negociación, en cuyo caso se informará al mercado mediante el mecanismo de noticias del Sistema de transacción.“3.2. Garantía de variación.- Diariamente la Bolsa de Bogotá ajustará la garantía de variación que se determinará por la diferencia entre el valor pactado de la operación y el valor de mercado al cierre de la misma, calculado por la Bolsa. Cuando este valor sea positivo, el diferencial será entregado por el comprador y en caso de ser negativo, el diferencial será entregado por el vendedor.“La garantía de variación deberá constituirse y ajustarse por parte del comprador o del vendedor según sea el caso, cuando el resultado de restarle el valor de la garantía de variación a la garantía total ya constituida, sea igual o inferior al 50% de la garantía básica requerida para la respectiva operación a plazo. Se entenderá como garantía total para cada una de las partes, la suma de la garantía básica más la garantía de variación que efectivamente deban constituir cada una de ellas.En caso de que el anterior resultado sea igual o inferior al 50% del valor de la garantía básica de la correspondiente operación a plazo, la Bolsa deberá solicitar a la firma comisionista compradora o vendedora, según sea el caso, la constitución de la respectiva garantía de variación, la cual debe corresponder al 100% de la diferencia que resulte de los cálculos realizados para la determinación de la garantía de variación, deducido el monto efectivamente constituido por ese concepto.“3.3. Valor de mercado al cierre.- Con base en los precios pactados, finalizada la sesión del día, la Bolsa de Bogotá procederá a la determinación del valor de mercado del contrato TRM para cada uno de los vencimientos negociados, de acuerdo con alguno de los procedimientos descritos a continuación:“a) Cuando existan al menos un total de 24 operaciones registradas para el vencimiento más próximo, el valor de mercado al cierre de las operaciones a plazo para ese vencimiento, será la media ponderada por el número de contratos, de los precios pactados de las 12 últimas operaciones que se hayan hecho por un número plural de contratos. El valor de mercado al cierre se calculará entonces de acuerdo con la siguiente formulación:“ “donde, “Vm = Valor de mercado al cierre del día, para el vencimiento más

próximo. "Pp = Precio pactado."i = Subíndice que identifica cada operación efectuada para un vencimiento específico."n = Número que identifica la última operación realizada."NC = Número de contratos."b) Cuando existan entre 12 y 23 operaciones registradas para el vencimiento más próximo y al menos 12 para los vencimientos subsiguientes, el valor de mercado al cierre para los vencimientos antes mencionados, será la media ponderada por el número de contratos de los precios de las 6 últimas operaciones que se hayan hecho por un número plural de contratos. Esta condición aplicará igualmente para el cálculo del valor de mercado al cierre para el vencimiento más próximo, en caso de no cumplirse la condición especificada en el apartado a). El valor de mercado al cierre se calculará entonces de acuerdo con la siguiente formulación:" "c) Si el número de operaciones realizadas no cumpliera con cualquiera de las condiciones especificadas en los apartados a) y b) anteriores, el valor de mercado al cierre será el que resulte de la media entre el mejor precio de la oferta de compra y el mejor precio de la oferta de venta al cierre, así:" "donde, "Vm = Valor de mercado al cierre del día."Poc = Precio de la oferta de compra más alto al cierre del día."Pov = Precio de la oferta de venta más bajo al cierre del día. "d) Si el número de operaciones realizadas no cumpliera con alguna de las condiciones especificadas en los apartados a) y b) anteriores y si no hubiera precios de ofertas de venta o de compra al cierre para algún vencimiento específico, se calculará el valor del mercado al cierre para ese vencimiento empleando para ello una metodología que la Bolsa de Bogotá considere idónea. Parágrafo: Para efectos de su manejo en el sistema transaccional, el valor de mercado para cada uno de los vencimientos, se truncará en la milésima y se aproximará a la centésima más cercana, así: si el tercer decimal resulta mayor o igual a 5, el segundo decimal se aumentará al siguiente entero y, si el tercer resulta menor a 5, el segundo decimal no cambiará."IV. CONDICIONES DE LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO"4.1. En el día de vencimiento.- En el día de su vencimiento, la operación a plazo será liquidada financieramente por la Bolsa de acuerdo con la siguiente fórmula:" "donde, "Pago = Monto en moneda legal colombiana a ser pagado por el comprador o el vendedor, calculado a partir de la diferencia entre el TRM pactada y la TRM vigente el día de vencimiento de la operación. "Pp = Precio pactado de la operación. "TRMmv = TRM vigente en el día de vencimiento de la operación, calculada por la Superintendencia Bancaria"NC = Número de contratos negociados en la operación."De la operación anterior, cuando la diferencia entre el Pp - TRMmv sea positiva, corresponderá al comprador pagarle al vendedor el monto resultante. En caso contrario, esto es, cuando la diferencia entre Pp - TRMmv sea negativa, corresponderá al vendedor pagarle al comprador el monto resultante. "En la fecha del cumplimiento de la operación, la Bolsa de Bogotá S.A. comunicará a las Sociedades Comisionistas Miembros que mantuvieran posiciones abiertas en este contrato - haya sido por cuenta propia o de terceros-, el importe de las pérdidas o ganancias a pagar o recibir respectivamente. "4.2. Cuando se haya realizado una posición contraria.- Se entiende por 'posición contraria o inversa' aquella que resulta del hecho de que el comprador o el vendedor en una operación a plazo registre otra operación a plazo en la cual tiene la obligación de vender o comprar, respectivamente, uno o varios contratos con iguales características y fecha de vencimiento a aquellos objeto de la operación inicial respecto de los cuales existe una posición abierta. Ambas operaciones deberán haber sido realizadas por una misma sociedad comisionista actuando, en uno y otro caso, por cuenta de un mismo comitente o por cuenta propia."La sociedad comisionista que realice una operación en la cual se asuma una posición contraria o inversa a una posición abierta anterior, podrá compensar las correspondientes garantías básica y de variación. "Para estos efectos, la Bolsa de Bogotá calculará el monto que resulta de la compensación de las garantías básica y de variación constituidas hasta el momento, aplicando la siguiente fórmula:" "donde,"G =

Monto resultante de la compensación de garantías. “Pc = Precio de compra pactado para el contrato subyacente, según haya sido registrado en la respectiva operación. “Pv = Precio de venta pactado para el contrato subyacente, según haya sido registrado en la respectiva operación.”NC = Número de contratos cuya garantía habrá de compensarse.”Si el monto resultante fuere positivo, esto es si el precio de compra pactado para los contratos subyacentes fuese superior al precio de venta, se entenderán compensadas las garantías con la entrega de una suma de dinero equivalente al monto resultante de aplicar la fórmula arriba señalada.”Si el monto resultante fuere negativo, esto es si el precio de compra pactado para los contratos subyacentes fuese inferior al precio de venta, no habrá lugar a la entrega de suma de dinero alguna y la compensación de garantías se efectuará automáticamente.”Las garantías básica y de variación que compensaren serán sustituidas por la suma de dinero que resulte de la compensación y, por tanto, los valores que la Bolsa tuviere como tales serán restituidos al comisionista que los entregó una vez éste haya depositado dicha suma de dinero. “La suma de dinero entregada de conformidad con lo previsto en el presente numeral servirá de fuente de pago de las operaciones correspondientes en cuanto a las posiciones cuyas garantías hayan sido compensadas. La suma de dinero entregada como fuente de pago, será girada por la Bolsa de Bogotá a la contraparte ganadora, en el día de vencimiento de la operación a plazo.”Hasta tanto no se haya hecho entrega de la suma de dinero que resulta de la compensación de garantías, ésta no se entenderá perfeccionada y por consiguiente en estas posiciones continuará la obligación de constituir y ajustar las garantías básica y de variación correspondientes. “V. CUMPLIMIENTO ANTICIPADO”Habrá lugar a cumplimiento anticipado cuando: “a) Desaparezca la TRM definida en el numeral 1.1. del presente contrato, en cuyo caso las operaciones realizadas sobre ese subyacente se cumplirán y liquidarán así: la compra se liquida utilizando el precio pactado en la operación. La venta se liquida utilizando el último valor de mercado al cierre calculado por la Bolsa de Bogotá. El cumplimiento se hace por el diferencial, entregando dinero, entre la liquidación de compra y la liquidación de venta. Si tal diferencia es positiva, la cantidad resultante la pagará el comprador. Si es negativa la cancelará el vendedor. “b) Exista voluntad de ambas partes para hacerlo, en cuyo caso las operaciones realizadas sobre el subyacente TRM se cumplirán y liquidarán así: la compra se liquida utilizando el precio pactado en la operación. La venta se liquida utilizando el último valor de mercado al cierre calculado por la Bolsa de Bogotá en el día hábil inmediatamente anterior a la solicitud de anticipación. El cumplimiento se hace por el diferencial, entregando dinero, entre la liquidación de compra y la liquidación de venta. Si tal diferencia es positiva, la cantidad resultante la pagará el comprador. Si es negativa la cancelará el vendedor”.ARTÍCULO SEGUNDO: Publíquese la presente resolución en el Boletín del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Capítulo Superintendencia de Valores, en cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 46 del código contencioso administrativo.

NOTIFÍQUESE Y CÚMPLASE Dada en Santa Fe de Bogotá, D.C., a MARÍA ISABEL BALLESTEROS BELTRÁN Superintendente Delegado para Intermediarios de Valores y demás Entidades VigiladasNotificar a: Doctor Augusto Acosta Torres Presidente Bolsa de Bogotá S.A. Carrera 8 13-82 piso 8 Santa Fe de Bogotá, D.C.Por la cual se autoriza a la Bolsa de Bogotá S.A. el contrato de operación a plazo de cumplimiento financiero sobre el indicador de tasa de cambio depesos por dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, denominado Tasa Representativa del Mercado TRM8

