

LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: MECANISMOS DE COBERTURA DE RIESGOS

Gonzalo De las Casas
Abogado
Pontificia Universidad Católica
del Perú

Quienes participaban en el comercio internacional, hasta casi ayer, sufrían, impotentes, las fluctuaciones de precios de los diferentes productos (agroindustriales, metales preciosos, minerales, entre otros) sujetos a cotizaciones internacionales. Sin embargo, actualmente, gracias a los diversos instrumentos que ofrecen los mercados financieros, los agentes económicos pueden manejar y controlar la variación de los precios de las mercaderías que producen, que intermedian o que utilizan en su proceso productivo.

La variación en los precios de algunas mercaderías es un evento que, de una parte, puede sorprendernos, debido a que es causada por fenómenos naturales, como son las lluvias, sequías, el frío, el calor, etc., aunque no podemos olvidar que se han producido siempre históricamente. Esto es, son fenómenos que están siempre presentes en la mente de las personas relacionadas con estos tipos de bienes, pero se desconoce cuándo se producirán.

La incertidumbre acerca de los acontecimientos que puedan acaecer en el futuro es uno de los obstáculos más difíciles de superar en el mundo de los negocios. Por ello, el Derecho debe ofrecer a los particulares mecanismos que les permitan protegerse de imprevistos calamitosos. Los instrumentos financieros derivados permiten que los agentes del mercado logren cierto nivel de cobertura de los riesgos de su actividad económica. El desarrollo de esta figura promete tener un auge destacable en los próximos años en nuestro país, por lo que resulta especialmente interesante aproximarse al modus operandi de los instrumentos derivados. En este artículo, el autor describe y analiza el funcionamiento de las principales modalidades de este tipo de figuras, sin pasar ciertamente por alto sus implicancias económicas y comerciales.

Adicionalmente a la variación de los precios de los productos debido al acaecimiento de fenómenos naturales, hemos sido testigos de las denominadas "tempestades financieras", tanto en el mercado de divisas como en el de las tasas de interés, que han producido cambios muy importantes en las relaciones económicas entre todos los países. Basta sólo imaginar cómo pueden haber variado las relaciones comerciales entre los Estados Unidos y Alemania, cuando el tipo de cambio por un dólar americano pasó de 3.4 DM a 1.5 DM.

Muchas empresas peruanas han experimentado estos cambios sin siquiera darse cuenta y otras, conscientes de los sucesos, no han tenido acceso a los instrumentos que les permitieran aprovechar o contrarrestar de

algún modo estos eventos, por no saber como acceder a un mercado de coberturas o por carecer de las vías o mecanismos que a ellos conducen.

Si quisiéramos hacer una lista de los efectos que tienen las variaciones en los precios, de manera directa a cada uno o a todos colectivamente, tendríamos un trabajo arduo, fatigoso e interminable por delante, debido a que casi todos los eventos nacionales se encuentran ligados, influenciados o determinados por sucesos internacionales. Esto sobre todo se experimenta de manera más nítida en los últimos tiempos, en que la denominada "globalización de la economía" marca la toma de decisiones en el mundo financiero.

Para afrontar todos estos fenómenos económicos, sea que nos beneficien o cuando, opuestamente, nos puedan causar algún perjuicio, los agentes económicos pueden hacer uso de los diversos "instrumentos financieros derivados", como son los futuros, los *swaps* de monedas o de tasas de interés, las opciones, los *forwards*, entre otros, a través de los llamados "mercados de cobertura".

En otras palabras, ha sido la existencia de la incertidumbre, como elemento inevitable dentro de las decisiones económicas de los distintos agentes de la economía, la que se ha constituido en el factor determinante que justifica la aparición de transacciones con "derivados" en los diversos mercados financieros a nivel mundial.

ORIGEN DE LOS DENOMINADOS MERCADOS DE COBERTURA

Históricamente, como lo hemos señalado, el mercado internacional de productos (algodón, azúcar, café, avena, soya, trigo, etc.), se ha caracterizado por la "volatilidad" en las variaciones de precios, debido a la multiplicidad de fenómenos naturales que influenciaban y que lo siguen influenciando. La "volatilidad" es un concepto más químico que financiero, pero que explica la magnitud y la rapidez en el movimiento de los precios y que, por razones prácticas, usaremos frecuentemente.

Los primeros mercados de cobertura que se desarrollaron, estuvieron vinculados a los bienes agrícolas de primera necesidad, y surgieron para permitir a los operadores económicos protegerse de los efectos de las bruscas fluctuaciones de precios causados por la estacionalidad climática y por otros tipos de fenómenos naturales.

La dimensión e importancia del mercado de bienes agrícolas (granos y otros productos denominados

"blandos") en los Estados Unidos, dio lugar a que los mecanismos de cobertura se desarrollaran muy rápidamente. Así, en Chicago se constituyó una de las primeras bolsas de mercaderías, denominada *Chicago Board of Trade* (1848), que posteriormente ha llegado a ser la más grande del mundo, con un récord de 154 millones de contratos intercambiados al año (1990). Las mercaderías que podían ser cubiertas estaban relacionadas con productos de alto interés para el mercado norteamericano de esa época, entre ellas, el maíz, el trigo, la soya y la avena.

Estas entidades, que funcionaron como una suerte de casas de compensaciones ("*clearing house*"), continuaron creciendo y desarrollándose como mercados a plazo, pero con un importantísimo elemento que definiría después a todas las demás operaciones de cobertura: no se exigía la entrega-retiro de los bienes contratados. Esto es, llegado el momento de la entrega-retiro de la mercadería, cualquiera que ésta fuera, el operador se acostumbró a realizar la operación contraria, de modo tal que anulaba su posición con la Bolsa, liquidándose tan sólo la diferencia entre el precio del día de apertura de la posición con aquella del día de cierre de la misma.

Se creó así la costumbre de diferenciar la operación ligada sólo a la fijación del precio (en Bolsa) de la operación netamente comercial de entrega-retiro de la mercadería (directamente con el cliente), usándose el valor en Bolsa como el instrumento para definir el precio en la transacción comercial.

A partir de 1970 se produjeron una serie de cambios económicos que generaron el inicio de un gran proceso de inestabilidad general en los precios, con relación al mercado de cambios internacionales y tasas de interés. La política fiscal y monetaria de la administración Johnson desencadenó una espiral inflacionaria mundial, aumentando las dificultades de los gobiernos por mantener el tipo de cambio en línea con el sistema de cambios fijos que había establecido el Acuerdo de Bretton Woods, el año 1947.

Posteriormente, el Presidente Nixon tomó la decisión de retirar a los Estados Unidos del sistema de cambios fijos y devaluó el dólar americano, pasándose a un sistema de cambio libre. Esto dio lugar a que, automáticamente, se desarrollara el primer mercado de coberturas financieras a plazos, con contrataciones de bienes netamente financieros como: tasas de interés y tipos de cambio, entre el dólar americano y las principales divisas como la libra esterlina, el yen japonés, el franco suizo y el marco alemán.

Actualmente, el crecimiento de estos mercados a nivel mundial se debe, principalmente, a tres factores. En primer lugar, el término del acuerdo de Bretton Woods a principios de los años setenta implicó la aparición del sistema de tipo de cambio libre, lo que generó un mayor riesgo cambiario en las diferentes monedas y, a la vez, una marcada inestabilidad en las tasas de interés.

De otro lado, el *shock* petrolero de 1973 contribuyó a que los agentes económicos tomaran conciencia de los graves perjuicios que se pueden derivar de la volatilidad en los precios de ciertas materias primas (insumos).

Por último, el proceso de globalización mundial obligó a una mayor interacción entre las economías mundiales, determinando que sus principales variables económicas se encuentren íntimamente relacionadas.

Por otro lado, en lo que respecta a las inversiones efectuadas en Latinoamérica, la reciente crisis que experimentó México a fines de 1994 ha incentivado a los inversionistas extranjeros a incrementar la demanda por este tipo de instrumentos, con el fin de protegerse ante fluctuaciones inesperadas en los precios de determinados activos financieros.

De esta forma, a estos eventos de política internacional, los mercados financieros respondieron con la creación de un mercado de coberturas de productos petrolíferos y energéticos, en el que se comenzaron a contratar el petróleo, la gasolina, el gas refinado, entre otros productos.

En lo que concierne al Perú, en la segunda mitad de la década de los '80 la implantación de los controles de cambio y otras restricciones, que respondieron a la política proteccionista imperante en ese entonces, determinaron que muchas de estas variables económicas, normalmente volátiles, fueran relativamente estables en el tiempo.

Sin embargo, la reinserción del Perú en la economía mundial y el desarrollo de una economía abierta en donde los bienes y capitales fluyen libremente, ha determinado que la economía peruana esté expuesta a una serie de factores que generan una mayor volatilidad para las empresas en los retornos de los instrumentos financieros tradicionales, en los tipos de cambio de las principales monedas y en los precios internacionales de las materias primas.

ASPECTOS MACRO-ECONÓMICOS DE LA VARIACIÓN DE LOS PRECIOS.

Como es de suponer, la economía de nuestro país ha absorbido la "volatilidad" de los precios internacio-

nales, en los productos agro industriales, metales preciosos y minerales, tipos de cambio, tasas de interés, productos energéticos, entre otros, a través de nuestra balanza comercial.

La relación de nuestro país con el mercado internacional se da, en primer lugar, a través del dólar americano, que es la divisa principal con la que cotizamos nuestras exportaciones o requerimos que nos cotizen los bienes que importamos.

En segundo lugar, observando nuestra balanza comercial, en la parte de nuestras exportaciones, podemos comprobar que está constituida por un importantísimo porcentaje de bienes cuyos precios son fijados internacionalmente. Esto es, si nuestras exportaciones, en lo que se refiere a los productos tradicionales, está constituida por 11 productos, 10 de ellos (entre los que se encuentran el algodón, azúcar, café, cobre, oro, plata, plomo, zinc y petróleo crudo) fijan sus precios internacionalmente en modo directo a través de alguna de las bolsas de mercaderías internacionales.

Como hemos dicho, el dólar americano es el primer vehículo de conexión con el mercado internacional, pudiendo visualizarse la magnitud de su incidencia de la siguiente forma: esta moneda ha tenido una depreciación respecto al año 1985 del 50% contra la libra esterlina; respecto al año 1983 del 65% contra el yen japonés; respecto al año 1985, del 55.53 contra el franco suizo; y respecto al año 1985 del 55.59% contra el marco alemán.

Asimismo, podemos observar que los precios de nuestras exportaciones han sufrido variaciones dramáticas, las cuales podrían explicar muchas pérdidas de rentabilidad del sector agro industrial.

Así, por ejemplo, el algodón perdió el 28% de su precio respecto al año 1991; el azúcar, respecto a los precios de los años 80, ha perdido el 73.85% y respecto al 90 ha perdido el 26.50%; el café, de los inicios del 86 al año 93 perdió el 80.45% de su precio; el oro, respecto al inicio de los 80, ha perdido el 49.60%; la plata, respecto al año 80, ha perdido el 87.73%; el cobre, respecto al año 89, perdió el 55% a finales del 93, recuperando posteriormente el 25%; el petróleo, respecto a mediados de los 90, ha perdido el 59.70%.

Podemos resumir todas estas cifras del siguiente modo: dado que contabilizamos nuestra economía únicamente en dólares americanos, quiere decir que, con respecto al año 1985, el valor de nuestras exportaciones se han reducido, en términos netos, en aproximadamente 50%. Pero esto no es todo.

Adicionalmente, con el 50% que nos queda, no podríamos comprar ni la mitad de los bienes que comprábamos, sino tan sólo podríamos comprar aproximadamente 3/4 de ellos, porque los productos tradicionales que hemos exportado han perdido también una parte de su valor.

Para ser absolutamente claros e inequívocos, podríamos usar el siguiente ejemplo: si para comprar un automóvil japonés 10 años atrás debíamos producir 50 onzas troy de plata, hoy en día, por el mismo automóvil japonés debemos producir 126.5 onzas troy de plata, porque el dólar americano con el cual nosotros vendemos nuestra plata ha perdido valor (-65%) contra el yen japonés, así como el valor de la plata (-88%) con la cual compramos, también ha perdido valor en el mercado internacional.

LAS OPERACIONES DE COBERTURA COMO SEGURO DE PRECIO.

Los ejecutivos usualmente descubren, con mucha sorpresa, que las utilidades de sus empresas dependen de manera significativa de factores ajenos a su control. Uno de estos factores, como ya lo hemos precisado, es que muchos de los precios con los cuales están relacionados, sean éstos de productos, acciones, tasas de interés o tipos de cambio, son definidos por los mercados internacionales.

Sin embargo, cabe destacar que estos mismos mercados ofrecen a dichos ejecutivos mecanismos para reducir o controlar los riesgos en los precios. En los casos más sencillos, se puede eliminar completamente el riesgo de variación de los precios. Sin embargo, el mayor número de situaciones que los ejecutivos tienen que afrontar son demasiado complicadas y, por tanto, las decisiones tienen que ser apoyadas por especialistas en los mercados respectivos.

Una operación de cobertura consiste, valga la redundancia, en tomar posición en una posición de riesgo opuesta al riesgo al cual estamos expuestos. Esta simple operación elimina o reduce (dependiendo si la operación de cobertura es total o parcial) el riesgo proveniente de la variación del precio al cual estamos relacionados. Si el riesgo es de un descenso de los precios, entonces debemos tomar una posición vendedora en el mercado de coberturas, y si el riesgo es de un aumento de precios, entonces deberemos tomar una posición de compra en el mercado a plazos.

PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

Dentro de la gama de instrumentos financieros derivados a los que tienen acceso los agentes econó-

micos para ponerse a recaudo de las eventuales fluctuaciones de los precios, podemos enunciar, entre otros, los siguientes:

a) Los *Swaps*.-

Son contratos en virtud de los cuales las partes acuerdan intercambiar flujos financieros por un período futuro preestablecido. Generalmente estos intercambios de flujos involucran instrumentos de deuda (*interest swaps*) o diferentes monedas (*currency swaps*). Estos instrumentos tienen su origen en los **préstamos paralelos o con respaldo**, en los cuales dos compañías intercambian préstamos en dos distintas monedas. Estos préstamos gozaron de gran popularidad en la década de los 70s.

Las corporaciones utilizan los *swaps* para gestionar su riesgo a largo plazo de tipos de cambio y de tasas de interés, en especial cuando enfrentan riesgos con pasivos ya existentes. De igual forma, los *swaps* contribuyen a la integración de los mercados financieros al crear contratos que actualmente no existen en el mercado. Hacen que éste sea más completo. Esto explica por qué el mercado de *swaps* se desarrolló tanto para explotar las oportunidades internacionales de arbitraje financiero, como para ofrecer herramientas únicas para la gestión de divisas y de tasas de interés.

Asimismo, desde una perspectiva financiera, los *swaps* son una fuente atractiva de beneficios para los bancos comerciales y de inversión, por cuanto no aparecen en el balance. De esta forma, los bancos comerciales tienden a considerar a los *swaps* como una extensión de sus actividades crediticias tradicionales como intermediarios, recurriendo a su experiencia para evaluar el riesgo crediticio y su capacidad para manejar el mercado a largo plazo.

Por su lado, los bancos de inversión consideran a los *swaps* como títulos negociables. De esta forma, a efectos de eliminar los riesgos de incumplimiento de un *swap*, tienden a estandarizar los contratos en la mayor medida posible. Sin embargo, el mercado secundario de *swaps* ha tenido una evolución poco constante debido a que muchos contratos de *swaps* responden a propósitos específicos de las partes que en ellos intervienen. Es más, la contraparte debe estar de acuerdo en la venta del *swap* y, a menudo, se opone a esto debido al cambio en el riesgo crediticio.

b) Los *forwards*.-

Esta modalidad de "derivados" consiste en un contrato cuya función es entregar una determinada cantidad y calidad de productos, instrumentos fi-

nancieros o monedas extranjeras en un futuro, en condiciones de precio y otros aspectos establecidos en el momento de su celebración.

En virtud a la reinserción del Perú en la economía mundial y del desarrollo de una economía abierta, estos “contratos a término” han adquirido gran utilidad. Así, por ejemplo, los *forwards* sobre divisas -que se implementaron para solucionar el problema de los riesgos asociados a la variación de los tipos de cambio- permiten a los agentes económicos anticipar el precio de la divisa que se aplicará a su transacción comercial en una fecha futura.

En otras palabras, mediante los *forwards* sobre divisas se permite que los diversos planes de producción o inversión, sobre todo en lo que a exportadores y a importadores se refiere, no queden condicionados a variables exógenas a la actividad de la empresa, no encontrándose, por lo tanto, expuestos a factores que estén fuera de su control.

Sobre esta modalidad específica de *forward*, es necesario llamar la atención en un aspecto que consideramos de vital importancia para la celebración de este tipo de operaciones: la necesidad de que el esquema contractual diseñado por las partes establezca que, indefectiblemente, la suma de moneda extranjera objeto del referido contrato sea pagada en dicha moneda.

En efecto, según lo establecido en el segundo párrafo del artículo 1237 del Código Civil “**salvo pacto en contrario, el pago de una deuda en moneda extranjera puede hacerse en moneda nacional al tipo de cambio de venta del día y lugar del vencimiento de la obligación**”. De esta forma, si lo que pretenden las partes de un contrato de *forward* es que necesariamente el vendedor entregue una determinada cantidad de moneda extranjera en favor del comprador, y no una moneda distinta a ella (como sería la entrega de moneda nacional) necesariamente, en virtud de lo establecido en la segunda parte del artículo 1237 del Código Civil, deberán pactar en contrario en relación a la posibilidad de que el vendedor pueda cumplir con su obligación entregando la cantidad de moneda nacional equivalente al monto de moneda extranjera debida.

Así, se neutralizarían los alcances de la obligación facultativa legal prevista en dicho precepto. Cabe destacar que, al ser ésta una norma de naturaleza dispositiva, si es que las partes no prevén en el esquema contractual algo diverso, se aplicará la opción legal prevista en dicho artículo, pese a no haberse incluido en el programa contractual esta facultad en favor del vendedor.

Finalmente, cabe señalar que, a diferencia de los futuros, los *forwards* no se encuentran sujetos a normas de homogenización en lo que a plazos y montos se refiere y por ello son intrasferibles. La misma circunstancia determina que esté excluida su negociación secundaria. En otras palabras, son contratos “hechos a la medida” de las partes contratantes. Consecuentemente, el hecho de que no se negocien en mercados organizados determina que, necesariamente, se incrementen los costos de transacción. Es precisamente la imposibilidad de circulación de estos contratos lo que determina que, en términos generales, se extingan mediante su ejecución; es decir, mediante la entrega física del activo objeto del mismo. Esto no sucede con el común denominador de “derivados”, donde uno puede cancelar la posición asumida en él asumiendo una posición contraria, no teniendo que esperar que expire el plazo de vigencia del contrato.

c) Los futuros.-

Son contratos estandarizados en los que se acuerda la entrega, en una fecha predeterminada, de una cierta cantidad de productos, instrumentos financieros y/o monedas extranjeras, a un precio fijado al momento de su celebración. De esta forma, se logra fijar un precio actual en función al cual se puede efectuar una previsión certera de sus beneficios, con independencia del precio que en el futuro tenga el producto en el mercado. Así, los *Hedgers* (o sea, las personas que desean protegerse de los riesgos asociados a eventuales variaciones de los precios) lograrán minimizar su riesgo de pérdida financiera.

¿Cómo lo logran? Asumiendo una posición igual u opuesta en el mercado a la vista (*spot*). Así, por ejemplo, si el precio del producto de un agricultor sube en el mercado a la vista, y ha tomado una posición vendedora en el mercado a futuro, la pérdida que obtendrá en ese mercado se verá compensada con la ganancia obtenida en el mercado físico, liquidando su posición antes del vencimiento.

La institución fundamental para que pueda funcionar un mercado de futuros según el esquema delineado, está constituida por la llamada Cámara de Compensación o *Clearing House*. Esta institución desarrolla dos tareas esenciales: garantiza la ejecución de los contratos y se constituye en intermediaria en el ajuste y liquidación de dichos contratos. Estas funciones son ejercidas por la Cámara de Compensación debido a que, en un nivel contractual, las relaciones de compraventa de los “derivados” se efectúan entre los agentes económicos y dicha institución, siendo la relación entre las partes de naturaleza estrictamente económica.

Esto es así debido a que en la práctica, la Cámara de Compensación actúa como vendedora para los compradores y como compradora para los vendedores. Consecuentemente, los compradores y los vendedores de futuros no generan obligaciones financieras entre sí, sino que contraen obligaciones frente a la Cámara de Compensación. De esta forma, cada contrato se compensa contra cualquier otro del mismo monto y especificación (por ello la exigencia de que los activos subyacentes sean homogéneos).

Para cumplir con sus objetivos, la Cámara de Compensación lleva un registro diario en el cual mantiene un informe de los agentes compradores y vendedores, saldando las cuentas en la medida que los participantes liquidan sus obligaciones. Asimismo, esta entidad debe contar con un Fondo de Contingencia que le permita cubrir las obligaciones incumplidas que se puedan producir en las operaciones registradas en su ámbito.

d) Las opciones.-

Una opción es un contrato que otorga a su titular, contra el pago de cierto valor denominado prima, el derecho de vender o comprar un determinado activo a un precio predeterminado, durante un período de tiempo o en una fecha prefijada. En este contrato, el comprador tendrá el derecho, mas no la obligación de comprar o vender el activo subyacente al precio fijado; en cambio, el vendedor asumirá únicamente la obligación de vender o comprar, si el titular de la opción así lo decidiese.

Evidentemente, la decisión del titular de la opción de ejercitarla dependerá del comportamiento de los precios del activo subyacente en el mercado, de modo tal que el comprador ejercitará la opción siempre que ésta le permita obtener algún beneficio, el mismo que se producirá en la medida que el valor de mercado del activo subyacente sobrepase el precio predeterminado más la prima pagada por la opción.

A cambio, el vendedor recibirá un prima que será fijada por el mercado y que le compensará el riesgo asumido.

Es importante señalar que existen, básicamente, dos clases de opciones, a saber:

- Opciones *call*, en virtud de las cuales el titular tiene el derecho de adquirir el activo subyacente; y

- Opciones *put*, en base a las cuales el titular tiene la facultad de vender el activo subyacente.

Las opciones son similares a los futuros financieros, en los que un pequeño porcentaje del valor del activo subyacente necesita ser pagado inicialmente. De esta forma, si este tipo de derivado es bien manejado puede conducir a obtener grandes ganancias con pequeños flujos de dinero.

Asimismo, dentro de los beneficios que otorgan las opciones a los inversionistas suscriptores de dichos títulos, se encuentra la posibilidad de variar el riesgo de las acciones en ambas direcciones. Es decir, el inversionista puede aumentar o disminuir el rendimiento y riesgo esperados operando con opciones. Así, por ejemplo, las compañías de seguros, tradicionalmente adversas al riesgo, son frecuentes vendedores o emisores de opciones de compra (*call*); al poseer acciones y, de manera simultánea, emitir opciones de compra sobre ellas, pueden reducir su riesgo por debajo del que tendrían si sólo poseyesen acciones.

Finalmente, cabe mencionar que es perfectamente viable que existan opciones sobre futuros, en cuyo caso el activo subyacente lo constituye un contrato de futuros sobre el que se emite la opción, el cual a su vez tiene por objeto otro activo subyacente.

IMPLEMENTACIÓN DE LOS DERIVADOS EN EL MERCADO PERUANO.

El 30 de setiembre de 1994 fue promulgada la Ley 26361, cuerpo normativo que regula la organización y funcionamiento de la Bolsa de Productos en nuestro mercado. Esta norma, a propósito de la celebración de transacciones sobre bienes de naturaleza agrícola y metálica, prevé la posibilidad de que en dicho recinto bursátil se transen opciones y futuros cuyos activos subyacentes, precisamente, los constituirán tales bienes.

Consecuentemente, en la medida que en nuestro medio se desarrolle este mercado de *commodities*, lo cual implica una previa internalización por parte de nuestros agentes económicos de las bondades del mismo, se irá introduciendo y acentuando la práctica de verificar transacciones que conlleven la existencia de mecanismos que cubran los riesgos inherentes a la fluctuación de los precios de esos bienes.

Asimismo, próximamente la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) estará autorizando la posibilidad de efectuar transacciones en la Bolsa de Valores de Lima con opciones y futuros que tengan como activo subyacente el Índice Selectivo de dicho recinto bursátil.

De esta forma, los agentes económicos tendrán la posibilidad de efectuar este tipo de operaciones

haciendo referencia al conglomerado de las quince (15) acciones más líquidas de nuestro mercado bursátil, neutralizando la volatilidad de los precios de las mismas como consecuencia de hacer referencia a un activo cuya composición está determinada en base a una idea de diversificación de riesgo.

Estos dos aspectos nos permiten avizorar que nuestro mercado de capitales se verá dinamizado con la utilización por parte de los agentes económicos de estos instrumentos que, si bien resultan riesgosos, nos permiten enfrentar la incertidumbre de los precios y, como consecuencia de ello, lograr una óptima planificación económica empresarial.

Marco legal establecido por La Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, Decreto Legislativo 770.

En relación a la posibilidad de que los bancos pudiesen efectuar operaciones con "derivados", la anterior Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, aprobada mediante el Decreto Legislativo 770, establecía en el literal "q" de su artículo 246 que los bancos múltiples estaban facultados para "operar en moneda extranjera, emitir certificados en moneda extranjera y efectuar cambios internacionales, **incluidas las operaciones a futuro**, con sujeción a las regulaciones que pudiera dictar el Banco Central".

En base a lo establecido en el literal transcrito, un sector de opinión entendió que el referido precepto permitía a los bancos múltiples la realización de todo tipo de operaciones de cobertura utilizando los denominados instrumentos financieros derivados. Sin embargo, tal como lo hemos expuesto, los referidos instrumentos financieros derivados pueden ser de varias clases.

En efecto, como se ha visto en las líneas que preceden, dentro de la gama de "derivados" a los cuales puede recurrir un agente económico se encuentran, entre otros, los futuros, las opciones, los *forwards*, los *swaps* y los *warrants*.

Es decir, las operaciones de futuros sólo constituyen una de las modalidades en que se manifiestan los "derivados". Consecuentemente, mal podríamos interpretar que, cuando el Decreto Legislativo 770 se refirió a operaciones a futuro estaba haciendo alusión a todo tipo de "derivados".

En base a lo expuesto, somos de la opinión de que si bien el Decreto Legislativo 770 permitió a los bancos múltiples la realización de operaciones de cobertura, estas operaciones estaban circunscritas a

los futuros, no pudiendo utilizar otros tipos de "derivados" para ello. Es más, consideramos que las operaciones a futuro permitidas a la banca múltiple por el Decreto Legislativo 770, se limitaban a aquellas que tuviesen por objeto tipos de cambio.

En efecto, el literal "q" del artículo 246 del referido decreto **reguló únicamente supuestos de operaciones con tipos de cambio**, razón por la cual debe entenderse que cuando la norma aludía a "operaciones a futuro" éstas se refieren a operaciones con tipos de cambio, no incluyendo otros supuestos.

Confirmación de lo expuesto.

El razonamiento y la conclusión expuesta precedentemente, desde nuestro punto de vista, fue objeto de confirmación mediante la Circular N° B-1971-95 F-314-95 expedida por la Superintendencia de Banca y Seguros el 27 de abril de 1995 y publicada en el Diario Oficial "El Peruano" el 29 del mismo mes.

Efectivamente, la referida circular facultó a las instituciones bancarias y financieras la realización de operaciones derivadas de Contratos a Futuro y Opciones con mercaderías (*commodities*), que involucren minerales y metales preciosos, así como productos comercializables por cuenta de terceros, siempre y cuando se efectúen en Bolsas de Productos de mercados internacionales.

Sin embargo, al margen de lo expresamente permitido por esta circular, creemos conveniente llamar la atención sobre dos aspectos en particular.

El primero, es el relativo a que la circular bajo comentario excluyó de manera expresa de su ámbito de aplicación a los contratos a plazo o *forwards*, lo cual evidencia que el legislador tuvo presente que la facultad que otorgaba no incluía todo tipo de "derivados", siendo ello relativamente condescendiente con el razonamiento desarrollado en relación al literal "q" del artículo 246 del Decreto Legislativo 770.

El segundo aspecto, el cual consideramos de mayor relevancia, radica en el hecho de que la dación de la referida circular se fundamentó por parte de la Superintendencia de Banca y Seguros en el inciso z) del artículo 246 del Decreto Legislativo 770 y no en el inciso q) del mismo artículo.

Efectivamente, entendemos que si la Superintendencia de Banca y Seguros hubiese considerado que los bancos múltiples estaban legitimados para efectuar operaciones de cobertura de riesgos mediante todo tipo de "derivados", interpretando en el senti-

do más amplio el término “futuro” consignado en el inciso q) del artículo 246, ello hubiese determinado que la circular bajo comentario hubiese sido expedida por la Superintendencia de Banca y Seguros en base a dicho inciso.

Sin embargo, contrariamente a ello, la Superintendencia de Banca y Seguros se fundamentó para emitir la referida circular en el inciso z) del artículo 246, el cual establecía que los bancos múltiples están facultados para efectuar “todas las demás operaciones y servicios que, por estimarlas compatibles con la actividad bancaria, autorice la Superintendencia”. Es decir, implícitamente la Superintendencia de Banca y Seguros reconoció que el supuesto previsto en el inciso q) del artículo 246 se refería únicamente a uno de los tipos de derivados, a saber, las operaciones de futuros.

Consecuentemente, como al ente supervisor de la actividad bancaria local le interesaba hacer referencia a otros tipos de “derivados” distintos al expresamente permitido en el referido inciso q) del artículo 246, utilizó el inciso z) del mismo precepto, el cual contiene un ámbito de aplicación bastante amplio y discrecional en favor de la Superintendencia de Banca y Seguros.

Marco legal establecido por la nueva Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702.

La nueva Ley de Banca establece en los incisos 16) y 42) de su artículo 221, concordado con el artículo 283° del mismo cuerpo legal, la posibilidad de que las empresas bancarias conformantes del sistema financiero nacional puedan efectuar operaciones con instrumentos financieros derivados, siempre y cuando cuenten con autorización de la Superintendencia de Banca y Seguros, previa opinión por parte del Banco Central de Reserva del Perú.

En efecto, el inciso 16) del mencionado artículo 221, establece que las empresas bancarias podrán “tomar o brindar cobertura de *commodities*, futuros y productos financieros derivados”. En el mismo sentido, el inciso 42) del mismo artículo establece que las empresas bancarias podrán “realizar operaciones por cuenta propia de *commodities* y de productos financieros derivados.

En ambos supuestos, el artículo 282 del mismo cuerpo normativo exige que las entidades bancarias interesadas en efectuar las operaciones en referencia deberán contar con la autorización por parte de la Superintendencia, con opinión previa del Banco Central de Reserva del Perú.

Sobre el particular, es necesario distinguir los dos supuestos enunciados.

El primero de ellos, es decir el consignado en el inciso 16) del artículo 221, se refiere al supuesto en el cual la empresa bancaria estructura, diseña y otorgue el instrumento que brindará cobertura a alguna empresa local. Por consiguiente, en esta hipótesis el banco actuará como el agente que efectúa la cobertura.

En cambio, en el inciso 42) del mismo precepto legal la Ley de Banca se pone en el supuesto de que sea la empresa bancaria quien se cubra ante la eventual fluctuación del precio de algún activo financiero. Consecuentemente, en esta hipótesis el banco actuará como *hedger*, es decir, como agente económico interesado en protegerse de la variación de los precios.

Al respecto, es necesario señalar que, a la fecha, la Superintendencia de Banca y Seguros, en cumplimiento de lo prescrito en los referidos incisos 16 y 42 del artículo 221 de la nueva Ley de Banca, ya ha autorizado a algunas empresas bancarias a realizar operaciones con derivados, básicamente, en moneda extranjera.