

Medición estadística de los instrumentos financieros derivados



Noviembre de 1997

Fondo Monetario Internacional
Departamento de Estadística

Medición estadística de los instrumentos financieros derivados



Noviembre de 1997

Fondo Monetario Internacional
Departamento de Estadística

Prefacio

Ante los grandes cambios que se produjeron en los últimos años en el alcance y la naturaleza de los mercados de instrumentos financieros derivados, en el Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993) se establecieron nuevas normas para el tratamiento de dichos instrumentos. Desde que se publicó el SCN 1993 [por el momento sólo en inglés], debido a la evolución de los mercados de instrumentos financieros derivados muchos estadísticos nacionales han solicitado que se precisara y ampliara el texto del SCN 1993 y de la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos (MBP5)* del FMI. El presente documento tiene por finalidad atender esa solicitud.

Este documento tiene carácter general y representa una modificación de las normas internacionales sobre la medición estadística de la actividad relacionada con instrumentos financieros derivados. En muchos aspectos, las recomendaciones fundamentales del SCN 1993 y el *MBP5* permanecen invariables. Sigue considerándose que los instrumentos financieros derivados deben ser tratados como activos financieros y que, en general, debe entenderse que las transacciones en dichos instrumentos son transacciones independientes y no una parte del valor de las transacciones subyacentes o de los activos financieros a los que sirven de cobertura. En la página 3-4 del presente documento se presentan las principales aclaraciones y modificaciones al SCN 1993 y el *MBP5*, que fueron aprobadas en octubre de 1997 por el Grupo de Trabajo entre Secretarías sobre Cuentas Nacionales y por el Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos.

Este documento es el resultado de la labor desarrollada por la reunión del grupo informal sobre la medición de los instrumentos financieros derivados, celebrada en Washington en abril de 1996, de diversas reuniones del Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos y de la reunión del Grupo de Expertos celebrada en noviembre de 1996 en conjunción con la finalización del *Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras* del FMI. Se envió un borrador de este documento a los estadísticos de los países miembros del FMI y muchos de ellos formularon observaciones. Agradezco a todos los expertos que colaboraron en este proyecto y en la elaboración de este documento. También deseo hacer extensivo mi agradecimiento al Sr. Christopher Wright, del Banco de Inglaterra, quien aportó importante información sobre diversos temas, entre ellos la cuestión de la "compensabilidad" en el mercado; como apéndice II se adjunta su trabajo sobre este tema.

Este proyecto ha sido supervisado por el Sr. Kevin W. O'Connor, Director Adjunto del Departamento de Estadística del FMI. La redacción de este documento estuvo principalmente a cargo del Sr. Robert Heath, economista principal de la División de Balanza

de Pagos y Deuda Externa I del Departamento de Estadística del FMI. Colaboró también, aportando ideas y observaciones, el Sr. Russell Krueger, economista principal de la División de Instituciones Financieras II del Departamento de Estadística del FMI.

Carol S. Carson
Directora, Departamento de Estadística
Fondo Monetario Internacional

ÍNDICE

	Página
Introducción	1
Capítulo 1: Marco conceptual	6
I. ¿Qué es un instrumento financiero derivado?	6
II. ¿Cuáles son los instrumentos financieros derivados que quedan comprendidos en la categoría de activos según la delimitación del SCN 1993?	10
III. ¿Cómo se valoran los instrumentos financieros derivados?	16
IV. ¿Cómo deben registrarse las transacciones de instrumentos financieros derivados?	19
Capítulo 2. Tratamiento de algunos instrumentos financieros derivados	27
I. Introducción	27
II. <i>Swaps</i> de tasas de interés y acuerdos a futuro sobre tasas de interés	27
III. Contratos a plazo extrabursátiles sobre moneda extranjera	30
IV. Instrumentos financieros derivados sobre créditos	34
V. Instrumentos financieros derivados incorporados a otros instrumentos	35
Capítulo 3. Tratamiento de los pagos de garantía	38
I. Introducción	38
II. Garantía reembolsable	38
III. Garantía no reembolsable	39
Capítulo 4. Cuestiones relativas a la clasificación	41
I. Clasificación funcional de los instrumentos financieros derivados	41
II. Subclasificación de los instrumentos financieros derivados	42
Apéndices	
I. Resumen de las conclusiones y recomendaciones del grupo informal del FMI sobre la medición de los instrumentos financieros derivados: abril de 1996	44
II. El valor de mercado, la negociabilidad y el criterio de compensabilidad	49
III. Instrumentos a plazo extrabursátiles	59
IV. Definiciones de los instrumentos financieros derivados	61
Índice y glosario	63

INTRODUCCIÓN

1. Cuando a principios de 1992 se redactó el capítulo sobre la cuenta financiera del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993), sólo un pequeño número de estadísticos estaban familiarizados con los instrumentos financieros derivados, y unos pocos, si acaso, tenían experiencia en la recopilación de datos. Al profundizarse y ampliarse esta experiencia, se han formulado solicitudes de aclaración y ampliación del texto del SCN 1993 y de la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos (MBP5)* del FMI. El objetivo de este documento es atender esa solicitud. En octubre de 1997, el Grupo de Trabajo entre Secretarías sobre Cuentas Nacionales (ISWGNA) y el Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos aprobaron los cambios y aclaraciones al SCN 1993 y el *MBP5* que se presentan en este documento.
2. Como parte del proceso que llevó a la preparación de este documento, el FMI reunió a expertos de las diversas disciplinas estadísticas en una reunión del “grupo informal” realizada en la ciudad de Washington en abril de 1996. El informe sumario de la reunión del “grupo informal” se adjunta al presente documento como apéndice I. Las conclusiones resultantes de esta reunión fueron analizadas posteriormente por los compiladores de estadísticas de balanza de pagos y estadísticas monetarias en sus respectivos foros. Específicamente, en la reunión del Grupo de Expertos realizada en noviembre de 1996 en conjunción con la finalización del *Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras*, se formularon varias recomendaciones que se reflejan en este documento. También participaron en este proceso expertos del Departamento de Estudios del FMI, así como profesionales del área contable. Se envió un borrador de este documento a los estadísticos de los países miembros del FMI y se recibieron comentarios de expertos en diversas disciplinas estadísticas.
3. En muchos aspectos, las recomendaciones fundamentales formuladas en el SCN 1993 y en el *MBP5* permanecen invariables. Sigue considerándose que los instrumentos financieros derivados deben ser tratados como activos financieros y que, en general, debe entenderse que las transacciones en dichos instrumentos son transacciones independientes y no una parte del valor de las transacciones subyacentes o de los activos financieros a los que sirven de cobertura (SCN 1993, párrafos 11.34 y 11.35). En realidad, en los debates sobre este tema se ha hecho hincapié en que deben reforzarse estas conclusiones y convalidarse las normas del SCN 1993 con respecto a la definición de la categoría de activos financieros. Las investigaciones realizadas también han permitido profundizar los conocimientos técnicos sobre los mercados e instrumentos financieros derivados.
4. Sin embargo, en la preparación de este documento se ha suscitado un debate sobre la naturaleza de los instrumentos financieros derivados y sobre su inclusión en la categoría de activos financieros. La evolución de los mercados de estos instrumentos en los últimos años ha intensificado la actividad en los mercados descentralizados o extrabursátiles. La opinión de muchos compiladores, que también se refleja en la opinión de los supervisores y de gran parte de los profesionales del área contable, es que muchos de los instrumentos financieros derivados extrabursátiles son, de hecho, reservas de valor. En el SCN 1993 y en el *MBP5* sólo los instrumentos financieros derivados que tienen un valor de mercado y son negociables

se registran como activos financieros: esencialmente, los futuros y las opciones que se negocian en bolsa y las opciones extrabursátiles. Sin embargo, aunque en términos generales pueda haber consenso en cuanto a lo que debe o no considerarse un instrumento financiero derivado extrabursátil, en la práctica ha resultado difícil establecer pautas que reflejen el consenso cada vez mayor sobre esta cuestión sin ampliar la categoría de activos financieros a fin de incluir en la misma mecanismos financieros que, en general, se acepta que no son activos financieros y que, actualmente, no quedan comprendidos en dicha categoría según la delimitación que se efectúa en el SCN 1993.

5. La resolución de este problema ha sido difícil. Un enfoque consiste en enumerar individualmente los instrumentos financieros derivados. Si bien este enfoque puede presentar ventajas en el corto plazo, es inflexible a más largo plazo a medida que evolucionan los mercados ya que la lista debería actualizarse de manera constante. Además, se basaría en una terminología de mercado que podría tener distinto significado para los diferentes compiladores. No obstante, en el capítulo 2 de este documento se indica específicamente el tratamiento en las cuentas nacionales de algunos de los instrumentos financieros derivados extrabursátiles más comunes.

6. El segundo enfoque para resolver este problema consiste en incluir los instrumentos financieros derivados que se consideran negociables, dado que la negociabilidad es un método de demostrada utilidad. Dado que muchos instrumentos financieros derivados no se negocian en el sentido convencional, este enfoque lleva a utilizar un concepto sustitutivo de la negociación: la "compensabilidad en el mercado". Éste es el enfoque adoptado por Eurostat en el Sistema europeo de cuentas integradas (SEC) de 1995. El concepto adelantado consiste en que, cuando un agente que opera en el mercado puede fácilmente compensar en un mercado líquido una posición abierta resultante de un contrato tomando una posición contraria en otro contrato, esencialmente el agente está realizando una actividad de negociación. En realidad, la compensabilidad en el mercado en el caso de los mercados de instrumentos financieros derivados es un mecanismo para negociar riesgos específicos del mercado financiero sin negociar los contratos en sí. En el apéndice II incluimos un estudio preparado por Christopher Wright, del Banco de Inglaterra, en el que se explican el concepto de la "compensabilidad en el mercado" y su aplicabilidad.

7. El enfoque adoptado en este documento con respecto al problema planteado en el párrafo 4 consiste en presentar una descripción de los instrumentos financieros derivados a los efectos de las cuentas nacionales que, entre otras cosas, tenga en cuenta la "compensabilidad en el mercado". La descripción de cada instrumento nos permite ubicar los instrumentos financieros derivados en el espectro de los instrumentos financieros y, lo que es más importante, nos permite establecer cuáles no son instrumentos financieros derivados a los efectos de las cuentas nacionales. Además, al describir estos instrumentos y hacer hincapié por esa vía en que su naturaleza es diferente de la de los otros activos financieros, se fundamenta la necesidad de incluir en las cuentas nacionales una categoría específica para estos instrumentos. Desde la perspectiva del FMI, la descripción de los instrumentos

encuadra naturalmente en el sistema general de cuentas nacionales y probablemente ofrezca suficiente flexibilidad como guía para que los compiladores nacionales lleguen a conclusiones apropiadas y coherentes en el mediano plazo.

8. En resumen, en el documento se introducen dos cambios de importancia en las normas estadísticas internacionales para la medición de la actividad relativa a los instrumentos financieros derivados. En primer lugar, se adopta actualmente una visión menos restrictiva en la determinación de qué contratos financieros derivados quedan comprendidos en la delimitación actual de la categoría de activos del SCN, lo cual permite incluir en dicha categoría una mayor cantidad de contratos financieros derivados extrabursátiles (negociados fuera de las bolsas). En segundo lugar, y en relación con el primer punto, los *swaps* de tasas de interés y los contratos de cambio a plazo se identifican como activos financieros, y los pagos netos en efectivo de liquidación de estos contratos se clasifican como transacciones financieras y no como flujos de rentas de la propiedad según se recomendaba en el SCN de 1993 (párrafos 11.37 y 11.43). Este cambio repercute en la medición de la renta nacional.

9. Más específicamente, en octubre de 1997, el ISWGNA y el Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos aprobaron las siguientes modificaciones:

- **Una nueva descripción de los instrumentos financieros derivados a los efectos de las cuentas nacionales (página 6, párrafo 14).**
- **Los instrumentos financieros derivados deben incluirse en las cuentas nacionales como activos financieros, independientemente de que la “negociación” se efectúe a través de las bolsas o en forma extrabursátil (página 15, párrafo 40).**
- **Toda transacción en un activo subyacente a un contrato de derivados financieros que llegue hasta la etapa de entrega debe registrarse al precio de mercado del activo, y la diferencia entre el precio vigente y el precio efectivamente pagado (multiplicada por la cantidad) debe registrarse como una transacción en instrumentos financieros derivados (página 24, párrafo 54).**
- **Los *swaps* de tasas de interés y los contratos de cambio a plazo deben clasificarse como activos financieros, y los pagos netos en efectivo de liquidación de estos instrumentos financieros derivados deben clasificarse como transacciones de la cuenta financiera y no como intereses. Este cambio afectará a los intereses registrados en las cuentas nacionales y, por lo tanto, repercutirá en la renta nacional (página 30, párrafo 64).**
- **La liquidación de los contratos mediante un pago neto en efectivo correspondiente a los intereses de los *swaps* cruzados de divisas e intereses deben clasificarse como transacciones de la cuenta financiera (página 31, párrafo 67).**

- **Los instrumentos financieros derivados deben identificarse como una categoría específica dentro de los activos financieros en las cuentas nacionales, y en la balanza de pagos como un grupo funcional separado que refleje sus características distintivas (página 42, párrafo 91). (Antes de poner en práctica este cambio en las normas internacionales de declaración de datos de balanza de pagos deberán considerarse sus consecuencias prácticas.)**

10. En sus comentarios sobre el borrador anterior varios compiladores recomendaron que en las propuestas sobre la recopilación de datos relativos a los instrumentos financieros derivados se tuvieran en cuenta las normas contables y las limitaciones prácticas en lo que respecta a la disponibilidad de datos. De hecho, en muchos países los compiladores se basan en gran medida en las normas contables y las reglamentaciones para recopilar la información que se ha de utilizar en las cuentas nacionales y la balanza de pagos. La cobertura y la valoración establecidas en las normas contables y la reglamentación influyen en muchos casos en el tipo de estadísticas que pueden compilarse, el grado de detalle con que pueden obtenerse los datos, la información sobre las partes intervinientes en las transacciones, etc.

11. En muchos países, las prácticas contables han impuesto graves limitaciones a la compilación de datos sobre instrumentos financieros derivados, entre otras razones importantes porque en muchos casos se les ha asignado el tratamiento de instrumentos no incluidos en el balance. Asimismo, las definiciones de los instrumentos financieros derivados establecidas en las normas contables y en las reglamentaciones pueden ser diferentes de las definiciones preferidas a los efectos de las cuentas nacionales. Sin embargo, la situación con respecto al registro y valoración parece estar evolucionando rápidamente ya que cada vez son más los supervisores de bancos y las autoridades contables que recomiendan o exigen que todos los instrumentos financieros derivados se registren en los balances y que su valoración se base en el "justo valor" (valor de mercado). Estos cambios son coherentes con el enfoque adoptado en este documento, consistente en incluir un mayor número de instrumentos financieros derivados extrabursátiles en la categoría de activos financieros y valorar las posiciones en instrumentos financieros derivados a su valor de mercado. No es posible a esta altura predecir en qué medida estos cambios se incorporarán a las normas contables, o si se establecerán importantes excepciones, pero la tendencia general coincide con el enfoque adoptado en este documento.

12. Naturalmente, las cuentas nacionales y la contabilidad comercial atienden necesidades diferentes. Una importante diferencia radica en que usualmente en las normas contables las ganancias y pérdidas por tenencia de instrumentos financieros se incluyen en la cuenta de resultados mientras que en las cuentas nacionales se registran en la cuenta financiera. Por lo tanto, mientras que, por ejemplo, las normas contables pueden exigir que los *swaps* de tasas de interés se identifiquen como activos financieros y se valoren a su justo valor, también pueden permitir que las pérdidas y ganancias resultantes de estos y otros contratos derivados sobre tasas de interés utilizados en conjunción con un instrumento financiero primario se incluyan en la determinación de los ingresos y gastos por intereses. No obstante, es probable

que estas pérdidas y ganancias se identifiquen separadamente. Asimismo, puede haber “instrumentos”, como los instrumentos derivados incorporados a otros instrumentos y los instrumentos contingentes, a los que se asigne una valoración a los efectos contables pero que no aparezcan registrados como activos financieros en las cuentas nacionales.

CAPÍTULO 1. MARCO CONCEPTUAL

En el capítulo 1 se establece el marco conceptual para el tratamiento de los instrumentos financieros derivados. Se presenta una descripción de los instrumentos financieros derivados a los efectos de las cuentas nacionales, se identifican las características y los tipos fundamentales de instrumentos financieros derivados, se reconsidera cuáles son los instrumentos financieros derivados incluidos en la categoría de activos del SCN 1993 y se aclara el registro de las transacciones relativas a estos instrumentos.

I. ¿Qué es un instrumento financiero derivado?

13. En el SCN 1993 sólo se proporciona una definición o descripción general de los instrumentos financieros derivados, que actualmente estamos en condiciones de perfeccionar.

Cobertura de los instrumentos financieros derivados a los efectos de las cuentas nacionales¹

14. Los instrumentos financieros derivados son instrumentos financieros que están vinculados a un instrumento financiero, indicador o producto específico, por medio del cual se pueden negociar separadamente en los mercados financieros determinados riesgos financieros específicos. El valor de los instrumentos financieros derivados está determinado por el precio de un elemento subyacente, que puede ser un activo o un índice (denominado en adelante “activo subyacente”). A diferencia de los instrumentos de deuda, no se adelanta un monto de capital que deba ser reintegrado ni se devenga una renta sobre inversiones. Los instrumentos financieros derivados se utilizan para diversos fines, entre ellos, gestión de riesgos, cobertura, arbitraje entre mercados y especulación².

15. En la descripción presentada en el párrafo anterior se hace hincapié en que, por su naturaleza, los instrumentos financieros derivados son instrumentos que permiten a las partes contratantes negociar riesgos financieros específicos, como el riesgo de fluctuación de la tasa de interés, el tipo de cambio, las cotizaciones de las acciones o los precios de los activos, el riesgo de crédito, etc., con otras entidades que estén más dispuestas a asumir o controlar esos riesgos o en mejores condiciones para hacerlo. En la sección II de este capítulo se presenta una descripción más completa de la forma en que se negocian los riesgos en los mercados a través de los instrumentos financieros derivados. En dicha sección también se explica por qué

¹En el apéndice IV se presentan definiciones de los instrumentos financieros derivados elaboradas a otros efectos.

²Mediante los instrumentos financieros derivados se pueden reducir los costos de transacción, facilitar la formación de precios, o ambas cosas.

un instrumento financiero derivado compensable en el mercado³ puede considerarse como un activo financiero comprendido en la categoría de activos del SCN 1993.

16. El valor de un contrato de derivados financieros se basa en el precio de un activo subyacente: el precio de referencia⁴. Dado que no se conoce con certeza el precio de referencia futuro, sólo puede predecirse o estimarse el valor que tendrá el instrumento financiero derivado en la fecha de su vencimiento. El precio de referencia puede basarse en un producto, un instrumento financiero, una tasa de interés, un tipo de cambio, otro instrumento financiero derivado, un índice o cesta de precios, o la diferencia entre dos precios. Obviamente, para calcular el valor de todo instrumento financiero derivado es esencial que el precio vigente en el mercado para el activo subyacente sea observable. La forma en que se valoran los instrumentos financieros derivados se presenta en la sección III de este capítulo.

17. Normalmente, aunque no en todos los casos, un instrumento financiero derivado permite a las partes contratantes intercambiar sus riesgos sin negociar un activo o producto primario. En consecuencia, los contratos de derivados financieros generalmente se liquidan mediante un pago neto en efectivo, a menudo antes del vencimiento en el caso de los contratos que se negocian en bolsa, como los futuros sobre productos. Ésta es una consecuencia lógica de la utilización de los instrumentos financieros derivados para negociar los riesgos independientemente de la propiedad de un activo subyacente. Sin embargo, algunos contratos de derivados financieros, sobre todo los que se refieren a divisas, están relacionados con una transacción sobre el activo subyacente. El tratamiento que reciben en las cuentas nacionales las transacciones (y posiciones) en instrumentos financieros derivados, incluido el caso en que se entrega el activo subyacente, se describe en la sección IV de este capítulo. En el capítulo 2 de este documento se describen los instrumentos financieros derivados extrabursátiles sobre divisas y el tratamiento que ha de dárseles.

18. Para comprender con mayor claridad qué es un instrumento financiero derivado a los efectos de las cuentas nacionales, cabe indicar cuáles no son los instrumentos que se consideran financieros derivados a tales efectos.

³Véase una definición de este concepto bajo “compensabilidad en el mercado” en el índice y glosario de términos que se incluye al final del documento.

⁴En este documento, el término precio de referencia es el precio del (los) activos subyacente(s) de los que se deriva el valor del contrato de financieros derivados. El precio de ejercicio es el precio convenido en el contrato al cual las partes intervinientes efectuarán la transacción si se ejerce el derecho que confiere el instrumento financiero derivado. Cuando el valor de un contrato a plazo se basa en la diferencia entre dos precios de referencia, como ocurre en un *swap* de acciones, no existe un precio de ejercicio acordado como tal.

- Un **contrato de precio fijo** sobre bienes y servicios no es un instrumento financiero derivado, a menos que, como en el caso de los futuros sobre productos, el contrato esté normalizado, de modo tal que el riesgo de variación del precio de mercado implícito en el contrato pueda negociarse separadamente en los mercados financieros.
- A los efectos de las cuentas nacionales, los **retrasos** que se produzcan en el curso normal de los negocios, que pueden entrañar un riesgo de variación de los precios, no dan origen a transacciones ni posiciones en instrumentos financieros derivados en las cuentas nacionales. Estos retrasos incluyen los plazos normales de liquidación de las transacciones al contado en los mercados financieros y los retrasos que surgen en el curso normal de las transacciones sobre bienes y servicios.
- Los **seguros** no constituyen instrumentos financieros derivados. Los contratos de seguro ofrecen a las unidades institucionales expuestas a determinados riesgos protección financiera frente a las consecuencias resultantes de hechos específicos, muchas de las cuales no pueden expresarse en precios de mercado. Los seguros constituyen una forma de intermediación financiera en virtud de la cual los fondos recaudados de los tomadores de las pólizas se invierten en activos financieros u otros activos que se mantienen como reservas técnicas para hacer frente a las indemnizaciones que deban pagarse en el futuro si se producen los hechos especificados en las pólizas de seguro: es decir, en los seguros el riesgo de que se produzcan determinados hechos se controla mediante la mancomunación de riesgos y no mediante su negociación⁵.
- Los contratos contingentes, como **las garantías y las cartas de crédito** no son instrumentos financieros derivados. La principal característica de estos contratos es que deben cumplirse una o más condiciones para que la operación financiera tenga lugar. En la generalidad de los casos, estos contratos contingentes no son instrumentos que faciliten la negociación de riesgos financieros específicos.
- Las **características incorporadas a instrumentos** financieros ordinarios que los asemejan a instrumentos financieros derivados y forman parte inseparable del instrumento subyacente no son instrumentos financieros derivados a los efectos de las cuentas nacionales porque en este caso el instrumento financiero derivado forma parte integral del instrumento y, por lo tanto, las partes contratantes del instrumento subyacente y el instrumento financiero derivado son las mismas. Véase en el capítulo 2, sección VI, una exposición más detallada del tratamiento de los instrumentos financieros derivados incorporados a otros contratos.

⁵Véase una descripción de las características de los seguros en el párrafo 6.135 del SCN 1993.

Tipos de instrumentos financieros derivados

19. Existen dos tipos básicos de contratos de derivados financieros: los contratos a plazo (que incluyen los *swaps*) y las opciones⁶. Podría considerarse que los *swaps* constituyen un tipo distinto de contrato a plazo debido a que entrañan riesgos que por su naturaleza son diferentes.

20. En un contrato a plazo, las dos partes del contrato convienen en intercambiar una cantidad determinada de un activo subyacente —real o financiero— en una fecha determinada y a un precio convenido en el contrato (precio de ejercicio), o en el ejemplo específico de los contratos de *swap*, las dos partes convienen en intercambiar flujos de caja, determinados con referencia al precio de, por ejemplo, monedas o tasas de interés, de acuerdo con normas preestablecidas. Los contratos a plazo son contratos financieros incondicionales debido a que crean la obligación de liquidar el contrato en la fecha especificada. Aunque al crearse el contrato se intercambian riesgos de igual valor de mercado, ambas partes son potencialmente deudoras; no se establece inicialmente una relación clara deudor/acreedor porque normalmente el contrato a plazo se establece con valor cero, e incluso si surge una relación deudor/acreedor dicha relación puede cambiar en el tiempo en cuanto a su magnitud y su sentido. Muchos instrumentos a plazo deben liquidarse mediante un pago neto en efectivo, basado en la diferencia entre el precio contractual (de ejercicio) y el precio vigente en el mercado, o en la diferencia entre dos precios de referencia del activo subyacente, multiplicada por la cantidad pactada.

21. Los contratos a plazo que se negocian en mercados organizados de instrumentos financieros derivados (bolsas organizadas) se denominan futuros. Otros contratos a plazo utilizados comúnmente son los acuerdos a futuro sobre tasas de interés (AFTI) y los contratos de cambio a plazo. Entre los contratos de *swap*, los más comunes son los *swaps* de tasas de interés y los *swaps* cruzados de divisas e intereses. En el capítulo 2 se describe y analiza el tratamiento de los AFTI, los *swaps* de tasas de interés y los contratos de cambio a plazo.

22. En los contratos de **opción**, el comprador de la opción, adquiere del emisor de la opción, a cambio de una prima, el derecho, aunque no la obligación, de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) un determinado activo subyacente —real o financiero— a un precio convenido en el contrato (precio de ejercicio) en una fecha determinada o antes de una fecha determinada. La diferencia fundamental entre un contrato a plazo y una opción reside en que, mientras cualquiera de las partes de un contrato a plazo es potencialmente deudora, en los contratos de opción el comprador tiene un activo y el emisor un pasivo. Sin embargo, al vencimiento de la opción ésta puede no tener valor alguno; la opción sólo se

⁶Los contratos a plazo, los *swaps* y las opciones también aparecen descritos en los párrafos 11.37 del SCN 1993 y en los párrafos 401-08 del *MBP5*.

ejercerá si al comprador le conviene liquidar el contrato. Las ganancias del comprador, al igual que las pérdidas del emisor, pueden ser ilimitadas. Las opciones normalmente se emiten sobre una amplia variedad de activos subyacentes, como las tasas de interés (opciones entre las que se incluyen los *collars*, los *caps* y los *floors*), sobre monedas, acciones y productos. Las opciones también pueden emitirse sobre futuros y sobre *swaps* (opciones que se conocen con el nombre de *swaptions*) y sobre otros instrumentos, como los *caps* (conocidas como *captions*).

23. En los mercados organizados, los contratos de opción se liquidan normalmente en efectivo. Algunos contratos de opción se liquidan mediante la compra del activo subyacente: por ejemplo, los certificados para la compra de valores (*warrant*) son contratos financieros que otorgan a su tenedor el derecho de comprar, en determinadas condiciones, una cierta cantidad del activo subyacente, por ejemplo, acciones o bonos. Si se ejerce el derecho que confieren los *warrants*, normalmente se entrega el activo subyacente. Los *warrants* pueden negociarse independientemente de los títulos-valores que constituyen el activo subyacente al que están vinculados.

II. ¿Cuáles son los instrumentos financieros derivados que quedan comprendidos en la categoría de activos según la delimitación del SCN 1993?

Delimitación de la categoría de activos en el SCN 1993

24. En el proceso de revisión del Sistema de Cuentas Nacionales, que culminó en el SCN 1993, se prestó considerable atención a la delimitación de la producción y de los activos dentro del sistema. En las deliberaciones sobre la delimitación de la categoría de activos se examinó la naturaleza de los activos no financieros y financieros y, en estrecha relación con este tema, se consideró si las transacciones debían clasificarse como transacciones corrientes por un lado y transacciones de capital o financieras por el otro. En lo que respecta a los activos no financieros, en las deliberaciones se analizó el tratamiento de los bienes militares duraderos, los programas de informática, la exploración minera y las actividades de investigación y desarrollo. En lo que respecta a los activos financieros, en el proceso de revisión se analizó la distinción entre activos financieros y no financieros y entre los activos financieros y los mecanismos financieros que no tienen todas las características de activos y que, por lo tanto, están excluidos de las cuentas financieras. Son ejemplos de estos últimos las posiciones derivadas de contratos contingentes, como las garantías personales.

25. En las deliberaciones sobre la naturaleza de los activos en general se caracterizó a los activos como entidades sobre las cuales se ejercen derechos de propiedad y cuya posesión o uso genera beneficios económicos para el propietario durante un determinado período⁷.

⁷Los instrumentos financieros derivados son instrumentos sobre los cuales se pueden ejercer
(continúa...)

Todos los activos financieros tradicionales reúnen los criterios básicos aplicables a los activos, como mínimo por el hecho de ser una reserva de valor. La mayoría de los activos financieros se diferencia de los activos no financieros en que otras unidades institucionales que actúan como contrapartes asumen obligaciones. Sólo los activos financieros suponen una relación deudor/acreditor entre unidades. Sin embargo, el oro monetario y los derechos especiales de giro (DEG) se consideran activos financieros aun cuando no entrañen un crédito sobre otras unidades, y las acciones difieren de los demás activos financieros en cuanto a la naturaleza de la obligación.

26. Para distinguir los activos financieros de otros mecanismos financieros que no son activos, en el SCN 1993 se señala que la mayoría de los activos financieros entrañan una relación incondicional entre el deudor y el acreedor. En general, los mecanismos que son condicionales para una o ambas unidades quedan excluidos de los activos financieros. Por ejemplo, las garantías de préstamos son condicionales en cuanto que el garante sólo asume una obligación si el deudor principal no cumple; las cartas de crédito sólo dan origen a una operación si se presentan determinados documentos. En general, los activos financieros en el SCN 1993 son incondicionales para ambas unidades.

27. La demostración de valor es esencial para incluir un instrumento financiero en la categoría de activos del SCN 1993. Obviamente, la negociabilidad es condición suficiente para demostrar el valor, pero no es una condición necesaria. En el sistema no se especifica otro medio para determinar el valor, pero se contempla la utilización de otros medios, por ejemplo en el caso de un mecanismo no negociable que pueda dar origen a ganancias y pérdidas por tenencia.

Valor de los instrumentos financieros derivados

28. Como se señaló anteriormente, una característica fundamental de la mayoría de los contratos derivados es que las partes contratantes se comprometen a pagar, en un determinado plazo futuro, un precio o conjunto de precios acordados en una transacción que

(...continuación)

derechos de propiedad. Además, estos instrumentos pueden producir beneficios económicos. Por ejemplo, mediante un instrumento financiero derivado el usuario final puede evitar los efectos de oscilaciones bruscas del flujo de caja durante un determinado período aceptando para un determinado instrumento financiero o producto un precio de mercado futuro conocido en lugar de asumir el riesgo que representa un precio de mercado aún no conocido en el momento en que desea o necesita realizar la operación. Entre otros beneficios económicos, un flujo de caja más uniforme ofrece la posibilidad de reducir el pago de impuestos, asegurar una cantidad de fondos suficiente para financiar los programas de inversión programados y reducir el riesgo de dificultades financieras derivadas de una oscilación repentina y desfavorable de los precios del mercado.

efectuarán o están dispuestas a efectuar sobre un “activo” subyacente. De esto se desprende que el valor de un instrumento financiero derivado es la diferencia entre el precio o precios acordados en el contrato y el precio vigente actualmente en el mercado o que se espera que esté vigente en el mercado, con el descuento pertinente, y en el caso de las opciones que tienen en cuenta la posible volatilidad del precio del instrumento subyacente, el plazo que resta hasta el vencimiento y las tasas de interés.

29. Dado que la relación entre el precio contractual y el precio de mercado vigente (o previsible) es un elemento crucial en la valoración de los contratos de derivados financieros, por extensión el precio al que se valora en el SCN 1993 el activo subyacente es un elemento crucial para determinar si el contrato de derivados financieros tiene valor en el sistema previsto en el SCN 1993. Si el SCN 1993 exige que se utilice el precio vigente en el mercado para valorar el activo subyacente en los datos sobre posiciones, y este precio difiere del precio contractual, el contrato derivado carece de valor en el sistema estadístico. El SCN 1993 es claro en lo que respecta a la valoración de los datos sobre posiciones: “los activos y pasivos han de valorarse utilizando un conjunto de precios que sean corrientes en la fecha de referencia del balance y que estén referidos a activos específicos” (párrafo 13.25). Por consiguiente, los activos subyacentes deberían valorarse a los precios corrientes, no a los precios contractuales, lo cual supone que los contratos de derivados financieros tienen valor en el sistema estadístico.

Distinción entre los instrumentos financieros derivados negociados en bolsa y los negociados en forma extrabursátil

30. En el SCN 1993, la negociabilidad era la consideración predominante para establecer el valor de los instrumentos financieros derivados (SCN 1993, párrafo 11.34). En el SCN 1993 se establece que los instrumentos financieros derivados que tienen valor de mercado y son negociables se consideran activos financieros. Entre éstos se incluyen los futuros y las opciones que se negocian en bolsas organizadas. También se incluyen en los activos financieros, por convención, las primas de las opciones extrabursátiles, comprendidas las correspondientes a *warrants*. En lo que respecta a los contratos financieros, el compromiso del emisor de comprar o vender un determinado activo subyacente —real o financiero— a un precio predeterminado, en una determinada fecha o antes de una determinada fecha, a solicitud del comprador, se considera una obligación y se valora al costo corriente en que incurre para liquidar su pasivo (SCN 1993, párrafos 11.36, 11.39 y 11.41).

31. Sin embargo, actualmente resulta claro que el concepto de negociabilidad es diferente para los contratos de derivados financieros a plazo que para los otros contratos financieros negociables. Esto se debe a que, como se mencionó anteriormente, ambas partes de un contrato a plazo son potencialmente deudoras y, como ocurre con otros instrumentos financieros, el deudor no puede negociar su obligación. Por lo tanto, una vez que se crea un contrato a plazo, las dos partes sólo pueden extinguir su obligación, concreta o potencial, mediante la liquidación del contrato o por mutuo acuerdo. La negociación de un contrato de

derivados financieros a plazo en una bolsa representa en realidad la creación de una serie de contratos y la extinción de los contratos por mutuo acuerdo entre la cámara de compensación y las otras partes contratantes. La contraparte venderá una posición sobre futuros comprando una posición exactamente opuesta, o compensatoria, lo cual produce la liquidación y cancelación mutua de ambos contratos por la contraparte y la cámara de compensación (véase el apéndice II). Ocurre lo mismo en el caso del emisor de una opción que desea vender su obligación.

32. La negociación en el mercado extrabursátil de contratos a plazo sobre instrumentos financieros derivados es conceptualmente igual a la negociación en las bolsas, con la salvedad de que actualmente es infrecuente que se celebren acuerdos mutuos de extinción de los contratos. En cambio, se hace hincapié en la creación de nuevos contratos; esto es esencialmente lo que se denomina "compensabilidad en el mercado". En otras palabras, una entidad propietaria de un contrato de derivados financieros, que por lo tanto está expuesta al riesgo que entraña el contrato (por ejemplo, el riesgo de variación de la tasa de interés o el tipo de cambio) establece otro contrato para vender el riesgo inherente al primer contrato, con lo cual dejará de estar expuesta a dicho riesgo.

33. La entidad puede negociar el riesgo creando inmediatamente un nuevo contrato "inverso", con exactamente las mismas características que el primer contrato en cuanto al riesgo inherente. La entidad deberá tener la posibilidad de crear un nuevo contrato rápidamente porque la demora entraña el riesgo de que la evolución de los precios le sea aún más desfavorable. Por lo tanto, en los mercados extrabursátiles de instrumentos financieros derivados existen procedimientos establecidos, como los contratos estándar, mediante los cuales se normalizan los contratos y se les dan certeza jurídica, y mecanismos de cotización más o menos continua. Estas características permiten que el riesgo se negocie rápida y eficientemente.

34. El riesgo también puede negociarse comprando o creando un instrumento financiero derivado diferente. En otras palabras, puede recurrirse a las opciones para negociar riesgos adquiridos a través de un contrato a plazo (véase el apéndice II). Los mercados financieros han desarrollado una infinidad de métodos para negociar los riesgos, y modificar así la exposición al riesgo, utilizando a tal efecto instrumentos financieros derivados.

35. Sin embargo, si bien el riesgo subyacente puede negociarse, la entidad sigue expuesta al riesgo de incumplimiento de la contraparte en los contratos que ha celebrado y que aún están pendientes de ejecución. Si cualquiera de las partes intervinientes en los contratos compensatorios incumple sus compromisos, la entidad se ve expuesta al riesgo que fue objeto de la negociación. Por consiguiente, el riesgo de incumplimiento de la contraparte es una consideración importante en los mercados de instrumentos financieros derivados. En las bolsas organizadas, la cámara de compensación absorbe este riesgo al actuar como

contraparte de todas las operaciones y exigir el depósito y pago de una garantía⁸. Para protegerse del riesgo de incumplimiento de la contraparte en el mercado extrabursátil muchos operadores sólo “negocian” con contrapartes de alta reputación y/o exigen una garantía de activos (equivalente al depósito de garantía en las bolsas organizadas). En el mercado extrabursátil se tendrá en cuenta el riesgo de incumplimiento de la contraparte al valorar los instrumentos financieros derivados.

36. La exigencia de una garantía real lleva, a su vez, a la adopción de métodos acordados de valoración de los contratos a plazo sobre instrumentos financieros derivados. Esto permite llegar a la conclusión de que, al igual que los contratos que se negocian en bolsa, los instrumentos financieros derivados extrabursátiles compensables en el mercado son, en realidad, reservas de valor que pueden generar ganancias y pérdidas por tenencia. Debido a que la ejecución de estos contratos queda pendiente, el valor de cada uno de estos contratos que posea una entidad debe registrarse en las cuentas nacionales.

37. Cabe señalar que los precios cotizados en bolsa son los precios de entrega del activo subyacente en el momento de la liquidación y no el valor de cada contrato a plazo sobre instrumentos financieros derivados (futuros). Esto significa que las operaciones en bolsa proporcionan el precio de referencia vigente el día en que se liquida el contrato. El valor de cada futuro se calcula como la diferencia entre el precio convenido cuando se adquirió el contrato⁹ y el precio de referencia vigente para la entrega del activo subyacente el día de la liquidación. En cambio, los precios cotizados para las opciones bursátiles y extrabursátiles reflejan el valor de los activos financieros derivados en sí: el valor de la opción es directamente observable. Esto es así porque el comprador de la prima de opciones, a diferencia de las partes intervinientes en un contrato a plazo, adquiere un activo —el derecho a comprar o vender un determinado activo subyacente—, para el cual debe establecerse un precio. El activo —la prima— puede venderse a un tercero.

38. Obviamente, para calcular el valor de un instrumento financiero derivado es esencial que el precio vigente en el mercado para el activo subyacente sea observable. No es mera coincidencia que los instrumentos financieros derivados extrabursátiles más frecuentes —los *swaps* de tasas de interés, los acuerdos a futuro sobre tasas de interés (AFTI), los *swaps* de divisas y los contratos de cambio a plazo— se basen en activos subyacentes para los cuales es fácil determinar el precio vigente en el mercado: se trata de “controlar” riesgos financieros

⁸Por supuesto, existe, sin embargo, el riesgo de que la cámara de compensación incurra en incumplimiento.

⁹La bolsa, por medio de sus mecanismos sobre depósitos de garantía, puede revalorar el contrato diariamente y exigir la liquidación, en cuyo caso el precio de los futuros se calcula a partir del precio de la revaloración anterior. Véase en el capítulo 3 una descripción de los mecanismos sobre garantías.

comunes que pueden valorarse fácilmente. Si no existe un precio observable para el activo subyacente, el “instrumento financiero derivado” no puede valorarse, no puede ser considerado como una reserva de valor, ni como un activo financiero. Puede muy bien ocurrir que en tales casos el instrumento no sea en realidad un instrumento financiero derivado según la definición enunciada precedentemente sino algún otro tipo de acuerdo¹⁰. Más adelante se presenta información pormenorizada sobre la forma de determinar el valor.

39. En resumen, la evolución de los mercados financieros en los últimos años ha llevado a distinguir los instrumentos financieros derivados negociados en bolsa de los negociados en forma extrabursátil en función de los mecanismos de mercado más que por su diferente naturaleza económica, que es facilitar la negociación del riesgo financiero. En realidad, los datos indican que se está produciendo un proceso de convergencia entre los mecanismos de negociación bursátil y extrabursátil. Ni en el SCN 1993 ni el *MBP5* se efectúa distinción alguna entre los contratos de opciones según se negocien en forma bursátil o extrabursátil, y ambos tipos de contratos se clasifican como activos financieros. No corresponde a esta altura efectuar una distinción alguna entre los contratos a plazo bursátiles y los extrabursátiles, y ambos deben ser considerados activos financieros. En el apéndice III se presentan las razones para dar a los contratos a plazo el mismo tratamiento que a los futuros.

40. Por consiguiente, los instrumentos financieros derivados, según se han descrito precedentemente, deben incluirse en las cuentas nacionales como activos financieros, con prescindencia del hecho de que se comercialicen en bolsa o en forma extrabursátil¹¹. Si no es posible valorar el instrumento financiero derivado debido a que no existe un precio de mercado observable para el activo subyacente, dicho instrumento no puede considerarse como un activo financiero.

¹⁰Por ejemplo, a principios de los años noventa en Estados Unidos hubo intentos de crear instrumentos financieros derivados a plazo basados en el riesgo de catástrofes. Estos intentos fracasaron en ese momento debido a que se carecía de un índice subyacente representativo que gozara de aceptación general. A los efectos del ingreso nacional, podría muy bien considerarse a estos “instrumentos” como instrumentos contingentes.

¹¹Las unidades especializadas en la emisión de instrumentos financieros derivados pueden clasificarse como intermediarias en los casos en que los instrumentos financieros derivados se registran como activos financieros.

III. ¿Cómo se valoran los instrumentos financieros derivados?

41. Al igual que los demás activos y pasivos financieros¹², los instrumentos financieros derivados deben valorarse utilizando un conjunto de precios actualizados a la fecha con la que se relacione el balance de situación. Idealmente, estos precios deberían ser los precios observables en los mercados financieros toda vez que se disponga de los mismos. En el caso de muchos instrumentos financieros derivados es preciso estimar el valor tomando como base la información general.

Valoración de los contratos de opciones

42. Cuatro factores influyen en el precio de una opción: la diferencia entre el precio contractual (de ejercicio) y el valor del activo subyacente; la volatilidad del precio del activo subyacente; el plazo que resta hasta el vencimiento y las tasas de interés. Véase una explicación más detallada en el recuadro 1. El precio de la opción es el valor de mercado del derecho que el comprador ha adquirido del emisor de la opción, es decir, el derecho de comprar o vender un determinado activo subyacente.

43. A falta de un precio observable, es posible calcular aproximadamente el valor de mercado utilizando una fórmula financiera compleja denominada fórmula de Black-Scholes, en la que están incorporados los cuatro factores. La mayoría de las organizaciones que realizan un volumen considerable de operaciones con opciones valoran sus posiciones en el balance o en las cuentas complementarias utilizando esta u otras fórmulas similares. Si éste es el caso, el compilador puede aceptar la valoración de las posiciones en opciones suministradas por los comitentes a menos que existan serias dudas de su validez conforme a los principios de valoración de mercado.

44. En el momento de su creación, todo contrato de opción tendrá un valor de mercado igual a la prima pagada: su valor de mercado se modificará a medida que varíe el precio (los precios) de referencia y se aproxime la fecha de liquidación. No obstante, durante la vigencia del contrato de opción, el emisor de la opción siempre tendrá un pasivo resultante de un instrumento financiero derivado, y el comprador siempre tendrá un activo. El contrato de opción puede carecer de valor a su vencimiento; es decir, al comprador puede no convenirle ejercer la opción. Si el contrato de opción tenía valor en un anterior balance de situación al preparar el siguiente estado deberá registrarse una variación pro revaloración (véase el ejemplo 1).

¹² Los principios generales de valoración se presentan en el capítulo XIII, sección A, parte 4, del SCN 1993.

Recuadro 1. Determinación del precio de las opciones

Cuatro factores influyen en el precio de un contrato de opción:

- La diferencia entre el precio contractual (de ejercicio) (A) y el valor del activo subyacente (B). En el caso de las opciones de compra, si A es mayor que B, se dice que la opción no es rentable: para adquirir el activo subyacente mediante el ejercicio de la opción el titular de la opción deberá pagar un precio más alto que para adquirirlo directamente en el mercado. Si B es mayor que A, se dice que la opción es rentable: el costo de adquirir el activo subyacente mediante el ejercicio de la opción será más bajo para el titular de la opción que el de adquirirlo directamente en el mercado. La situación en el caso de las opciones de venta es inversa. La sensibilidad del precio de una opción a la variación del precio del activo subyacente se conoce como "delta" de una opción, y la sensibilidad de la delta de una opción a una variación del precio del activo subyacente se conoce como "gama".
- La volatilidad del precio del activo subyacente. Cuanto más volátil se espere que sea el precio del activo subyacente durante la vigencia del contrato de opción, mayor valor tendrá la opción. La sensibilidad del precio de una opción a la variación de la volatilidad esperada se conoce como "vega".
- El plazo restante hasta el vencimiento. Cuanto más próximo esté el vencimiento de la opción, ceteris paribus, menor será el valor de la opción. La sensibilidad del precio de una opción al "deterioro" con el transcurso del tiempo se conoce como "theta".
- La tasa de interés corriente. En general, cuanto más alta sea la tasa de interés, menor será el valor de la opción. La sensibilidad del precio de una opción a la variación de las tasas de interés se conoce como "rho".

Ejemplo 1

Una entidad es titular de una opción cuyo valor es igual a 50 unidades al final del período 1, pero que vence sin valor alguno en el período 2. En el balance de las cuentas nacionales se efectuarán los siguientes asientos.

	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Cuenta de revaloración	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	50	0	0	-50	0

Valoración de los contratos a plazo

45. El valor de los contratos a plazo se calcula como la diferencia entre el precio o precios acordados en el contrato (precio de ejercicio) y el precio o precios de mercado vigentes en la actualidad o esperados para el día de la liquidación, multiplicada por el monto de capital, con el descuento pertinente. En consecuencia, por ejemplo, cuando la tasa acordada en un AFTI

es diferente de la tasa que se espera esté en vigencia el día de la liquidación, una de las partes del contrato espera recibir un pago en efectivo y la otra prevé tener que efectuar un pago por el mismo monto. El valor de este contrato, para el tenedor del activo, será el monto bruto del pago que espera recibir con un descuento calculado con el pertinente factor de descuento: es decir, su valor neto actual (véase el recuadro 2). En el caso específico de un contrato de *swap* basado en un monto hipotético de capital, su valor se calcula como la diferencia entre los pagos brutos que se espera recibir y realizar, con el correspondiente descuento: es decir, su valor neto actual.

46. Si el valor neto actual de un contrato a plazo es positivo (es decir, el valor actual de las sumas que se recibirán en el futuro es mayor que el valor actual de los pagos que se deberán efectuar en el futuro), el contrato es un activo financiero. Si el valor neto actual es negativo (es decir, el valor actual de los pagos que se espera recibir en el futuro es menor que el valor actual de los pagos que se deberán efectuar en el futuro), el instrumento es un pasivo.

47. En el momento de su creación, en principio¹³ el valor neto actual de todo contrato a plazo es igual a cero: en principio, las dos partes contratantes intercambian riesgos de igual valor de mercado¹⁴. A medida que varíen el precio o precios de referencia, el contrato adquirirá un valor; además, a diferencia de otros activos financieros, los contratos a plazo pueden pasar de un valor neto positivo al finalizar un período a un valor neto negativo al final del próximo. En el balance de situación, esta variación de la posición se registrará como una variación por revaloración: la posición neta acreedora se extingue debido a la variación por revaloración y en su remplazo se crea una posición neta deudora por la misma razón (véase el ejemplo 2).

¹³En principio, todo contrato a plazo se crea con un valor igual a cero, pero en el mercado extrabursátil, los contratos a plazo pueden tener un valor positivo o negativo desde su creación debido, por ejemplo, al riesgo de incumplimiento de la contraparte.

¹⁴Las dificultades para establecer de manera general precios de mercado convenidos para el riesgo que se intercambia han trabado el desarrollo de los mercados de ciertos tipos de riesgo, como el riesgo de crédito. Si no existen precios de mercado, las contrapartes no tienen la certeza de estar intercambiando riesgos de igual valor, por lo cual se desalienta la actividad de los mercados.

Recuadro 2. Valor neto actual

El valor neto actual (VNA) de todo instrumento financiero se determina dividiendo los pagos netos futuros que se espera recibir en relación con el instrumento (es decir, los pagos recibidos menos los efectuados) por el factor de descuento que resulte pertinente, según la siguiente fórmula:

$$PV = FA/(1+i)^n$$

en la cual,

PV = valor actual

FA = pagos que se recibirán y efectuarán en el futuro

i = tasa de interés que corresponda (expresada como decimal)

n = número de periodos pendientes hasta el vencimiento

$$NPV = \text{SUM}(PV_R) - \text{SUM}(PV_P)$$

en la cual,

PV_R = valor actual de los pagos que se recibirán en el futuro

PV_P = valor actual de los pagos que se efectuarán en el futuro

Ejemplo 2

Una entidad es titular de un acuerdo a futuro sobre tasas de interés (AFTI) que tiene un valor positivo de 100 unidades al finalizar el período 1. En el período 2 las tasas de interés fluctúan y el AFTI pasa a tener un valor negativo de 60 unidades al final de dicho período. En el balance de las cuentas nacionales se efectuarán los siguientes asientos:

	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Cuenta de revaloración	Posición de cierre
Instrumentos financieros					
derivados - activos	100	0	0	-100	0
Instrumentos financieros					
derivados - pasivos	0	0	0	60	60

IV. ¿Cómo deben registrarse las transacciones de instrumentos financieros derivados?

48. En el SCN 1993 se recomienda que las transacciones se registren cuando se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue el valor económico. En lo que respecta a la valoración de las transacciones, el SCN es claro: las transacciones de activos financieros se registran a los precios a los que se adquieren o disponen los activos (párrafo 11.44), es decir, al precio pagado.

49. En principio, las transacciones en instrumentos financieros derivados se registran cuando se crean, negocian o extinguen (ejercen) los contratos de derivados financieros. Cuando se crean o negocian estos contratos, el valor al que se registra la transacción es el establecido por el mercado. La creación de un contrato de opción conlleva el pago de una prima de opción: ésta constituye la adquisición de un activo sobre un instrumento financiero derivado por parte del comprador y de un pasivo por parte del vendedor. La creación de un contrato a plazo no supone el registro en la cuenta financiera de una transacción en instrumentos financieros derivados.

Ejemplo 3

Una entidad es titular de un futuro sobre productos que se ejerce a cambio de un pago en efectivo de 50 unidades. Al final del período anterior el futuro tenía un valor de 75 unidades.

	Debe		Haber		
Instrumentos financieros derivados - activos		50			
Monedas y depósitos - activos				50	
	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revaloraciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	75	-50	0	-25	0

50. Cuando un contrato de derivados financieros se liquida mediante un pago neto en efectivo, ambas partes del contrato deben registrar una transacción en instrumentos financieros derivados igual al valor en efectivo del pago neto, mientras que no se registra transacción alguna sobre el activo subyacente. El pago neto en efectivo mediante el cual se liquida el contrato representa la diferencia entre el precio vigente y el precio convenido en el contrato (precio de ejercicio) (o entre dos precios de referencia) del activo subyacente, multiplicada por la cantidad. La contraparte que efectúa el pago en efectivo debe registrar una reducción de sus pasivos por instrumentos financieros derivados y la que recibe el pago debe registrar una reducción de sus activos por instrumentos financieros derivados (véanse los ejemplos 3 y 4). Si un contrato de opción vence sin que se ejerza la opción, no se registra transacción alguna y en el balance se revalora el contrato a cero.

Ejemplo 4

Una entidad es titular de un futuro sobre productos que está sujeto a la revaloración diaria a precios de mercado y la liquidación de toda posición deudora. En el período en curso, la entidad sufre una pérdida realizada de 25 unidades y una ganancia realizada de 75 unidades. Por definición, el futuro tiene valor cero al comienzo y al final del período.

	Debe		Haber		
Instrumentos financieros derivados - activos	75				
Instrumentos financieros derivados - pasivos			25		
Monedas y depósitos - activos			50		
	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revaloraciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	0	-75	0	75	0
Instrumentos financieros derivados - pasivos	0	-25	0	25	0

51. Si llega a efectuarse la entrega del activo —real o financiero— subyacente al contrato de instrumentos financieros derivados, como ocurre por ejemplo cuando se ejerce la opción que ofrece un *warrant*, se plantean diferentes cuestiones conceptuales. Un enfoque consiste en que el compilador registre la transacción relativa al activo subyacente utilizando el precio al cual se adquirió el activo, es decir, el precio efectivamente pagado¹⁵, sin registrar transacción alguna bajo instrumentos financieros derivados. Puede considerarse que este procedimiento es coherente con el principio de valoración sentado en el SCN 1993, que se enuncia en el párrafo 48 de este documento. En lo que respecta a las distorsiones que puedan producirse debido a la reventa inmediata del activo, o su posterior valoración al precio de mercado en el balance de situación, la diferencia entre el monto efectivamente pagado por el activo y el precio vigente para el mismo en el mercado se registraría como variación por revaloración. Si el instrumento financiero derivado tenía valor en el anterior balance de situación, se registraría un asiento en “otras variaciones de volumen” en el siguiente estado (véase el ejemplo 5). Se considera que este enfoque ofrece ventajas prácticas en la

¹⁵ El precio pagado puede incluir no sólo efectivo sino también otros activos financieros.

preparación de estados financieros ya que el precio efectivamente pagado es directamente observable y puede coincidir con algunas prácticas contables.

Ejemplo 5

Una entidad, titular de un *warrant*, tiene derecho a comprar 100 acciones a 50 unidades cada una y ejerce ese derecho. El precio vigente para dichas acciones cuando se ejerce la opción que confiere el *warrant* es de 75 unidades, y es el mismo que regía al final del periodo anterior y al final del periodo en curso.

	Debe		Haber		
Acciones y otras participaciones de capital - activos				5000	
Monedas y depósitos - activos	5000				
	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revaloraciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	2500	0	-2500	0	0
Acciones y otras participaciones de capital - activos	0	5000	0	2500	7500
Moneda y depósitos - activos	5000	-5000	0	0	0

Al determinar el precio del *warrant* sólo se ha tenido en cuenta la diferencia entre el precio de referencia y el precio de ejercicio.

52. Como otra posibilidad, el compilador podría registrar la transacción sobre el activo subyacente no ya al precio efectivamente pagado sino al vigente para el activo en cuestión. La diferencia entre el precio vigente y el efectivamente pagado (multiplicada por la cantidad) se registra como una transacción de instrumentos financieros derivados (*MBP5* párrafos 132 y 402) (véase el ejemplo 6). Existen dos razones que justificarían la adopción de este segundo enfoque:

- En primer lugar, puede darse al principio de valoración expresado en el SCN 1993 una interpretación más amplia que la que sugeriría una lectura estricta del principio citado en el párrafo 48 de este documento. Las razones son las siguientes: se requiere un método común de valoración para medir las transacciones en las cuentas nacionales de modo que las numerosas y variadas transacciones económicas puedan vincularse a los efectos analíticos en una sola unidad contable. En el SCN 1993 se

recomienda utilizar el precio convenido por las dos partes contratantes, o el precio de mercado como se lo denomina en el párrafo 2.68 del SCN 1993, debido, entre otras cosas, a que se considera que el precio convenido es la mejor medición del valor económico. Cuando se realiza la entrega de un activo subyacente, es más probable que la mejor medición del valor económico sea el precio vigente en el mercado y no el precio convenido en el contrato y, por lo tanto, el precio vigente en el mercado debería ser el utilizado para registrar la transacción sobre el activo subyacente.

- En segundo lugar, cuando el instrumento financiero derivado que se ejerce es un activo financiero, el acto de extinguir el activo/pasivo financiero constituye una transacción que debe ser registrada. Esta transacción tiene un valor —el precio de mercado del instrumento financiero derivado en el momento de la liquidación—, aunque es posible que este valor no sea directamente observable cuando se entrega el activo subyacente. La suma del valor del instrumento financiero derivado y la cantidad pagada en efectivo equivale al precio vigente para el activo subyacente.

Ejemplo 6

La situación es la misma que en el ejemplo 5 pero en la respuesta se utiliza el segundo enfoque para registrar las transacciones cuando se entrega el instrumento subyacente.

Una entidad, titular de un *warrant*, tiene derecho a comprar 100 acciones a 50 unidades cada una, y ejerce ese derecho. El precio vigente para dichas acciones cuando se ejerce la opción que confiere el *warrant* es de 75 unidades, y es el mismo que regía al final del período anterior y al final del período en curso.

	Debe		Haber		
Instrumentos financieros derivados - activos		2500			
Acciones y otras participaciones de capital - activos				7500	
Monedas y depósitos - activos		5000			
	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revalora- ciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	2500	-2500	0	0	0
Acciones y otras participaciones de capital - activos	0	7500	0	0	7500
Moneda y depósitos - activos	5000	-5000	0	0	0

Al determinar el precio del *warrant* sólo se ha tenido en cuenta la diferencia entre el precio de referencia y el precio de ejercicio.

53. Una enorme mayoría de los compiladores que formularon comentarios sobre un borrador anterior de este documento se mostraron partidarios del segundo enfoque, aunque reconocieron que su aplicación podría plantear dificultades prácticas. La principal razón que se adujo en favor de este enfoque es que, si el instrumento financiero derivado se registra como activo financiero, su ejercicio es una transacción que debería registrarse como tal y no como otras variaciones de volumen. Los compiladores consideraron también que este segundo enfoque permite conciliar de manera más significativa las transacciones, las variaciones por revaloración y los datos sobre posiciones y refleja los hechos concretos con mayor exactitud y, por lo tanto, resulta preferible desde el punto de vista analítico. Para llegar a esta conclusión, es importante hacer hincapié en la causalidad: si el instrumento financiero derivado se ajusta a los criterios para ser calificado como activo financiero derivado, su ejercicio es una transacción de instrumentos financieros derivados. La adopción de este enfoque no significa, por ejemplo, que los precios de los bienes y servicios acordados antes de la entrega y el pago deban ajustarse al calcular los flujos de transacciones.

54. Por consiguiente, una transacción en un activo subyacente a un contrato de derivados financieros que llegue hasta la etapa de la entrega del activo debe registrarse al precio vigente en el mercado para el activo en cuestión, registrándose la diferencia entre el precio vigente y el precio efectivamente pagado (multiplicado por la cantidad) como una transacción de instrumentos financieros derivados.

Dos cuestiones específicas

55. En primer lugar, ¿cómo deberían clasificarse las transacciones relativas a contratos de *swap* cuando el contrato de *swap* pasa de una posición neta acreedora a una posición neta deudora entre el final de un período y el final del siguiente? Al registrar las transacciones sobre estos contratos, todas las transacciones deben registrarse como transacciones de activos cuando el contrato arroja una posición neta acreedora y como transacciones de pasivos cuando el contrato arroja una posición neta deudora. El tratamiento que corresponde adoptar se describe en el ejemplo 7.

56. En segundo lugar, en el SCN 1993 (párrafo 11.40) se explica que el momento de registro de los pagos de primas de opciones es variable: para algunos tipos de opciones, las primas se pagan cuando comienza el contrato, cuando se ejercitan las opciones o cuando expiran las opciones. Para otros tipos de opciones, una parte de las primas se paga el día de la compra y el resto se paga si el precio de mercado de la opción desciende más allá de la variación del depósito de garantía.

57. Cuando sólo una parte de la prima se paga inicialmente, el comprador tiene una obligación frente al emisor, y un activo financiero de mayor valor que el pago inicial: el valor de la prima íntegra refleja el precio de mercado de la opción en el momento de su creación. En cambio, el emisor tiene una obligación de mayor valor que el pago inicial recibido. En principio, al crearse la opción, el comprador y el emisor deberían registrar una transacción en

instrumentos financieros derivados por el valor total de la prima, y un pasivo/activo bajo "otras cuentas por cobrar/por pagar, otras" ("otra inversión, otra" en la balanza de pagos), y todos los pagos posteriores de la prima deben reflejarse en una reducción en la misma categoría. Véase el ejemplo 8. En principio, todos los intereses que se devenguen sobre este pasivo/activo deben acumularse en "otras cuentas por cobrar/por pagar, otras". En la práctica, los compiladores puede verse confrontados con dificultades para aplicar el método descrito en este párrafo.

Ejemplo 7

a) Una entidad es titular de un *swap* que tiene un valor neto acreedor de 100 unidades al comienzo del período. Durante el período, la entidad efectúa pagos por 60 unidades y recibe 20 unidades. Al final del período, el *swap* tiene un valor acreedor neto de 30 unidades.

	Debe		Haber		
Instrumentos financieros derivados - activos		20		60	
Monedas y depósitos - activos		60		20	
	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revaloraciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	100	60-20=40	0	-110	30

Los pagos se registran como asientos de débito bajo instrumentos financieros derivados - activos; como consecuencia de los pagos, el valor neto acreedor de los instrumentos financieros derivados aumenta; en esencia, los pasivos brutos disminuyen en el momento del pago, lo que provoca un aumento de la posición neta acreedora, y viceversa.

b) Éste es el mismo ejemplo que el planteado en a) con la diferencia de que el valor del *swap* pasa de una posición neta acreedora a una posición neta deudora. Al final del período, desde el punto de vista de la entidad, el *swap* tiene un valor neto deudor de 10 unidades. Partiendo del supuesto de que el *swap* tenía un valor neto acreedor cuando tuvieron lugar las transacciones, el registro de estas transacciones es el mismo que el que se indica en a). El registro de los datos sobre posiciones es el siguiente:

	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revaloraciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	100	60-20=40	0	-140	0
Instrumentos financieros derivados - pasivos	0	0	0	10	10

Si cualquiera de las transacciones tienen lugar en una fecha en que el *swap* tenga un valor neto deudor, dichas transacciones deberían registrarse como transacciones sobre pasivos por instrumentos financieros derivados.

Ejemplo 8

Una entidad adquiere un contrato de opción cuyo valor es de 50 unidades , pero sólo paga 20 unidades al crearse la opción. En el período siguiente la entidad paga las restantes 30.

Período 1

	Debe	Haber
Instrumentos financieros derivados - activos		50
Moneda y depósitos - activos	20	
Otras cuentas por cobrar/por pagar - pasivos	30	

Período 2

	Debe	Haber
Moneda y depósitos - activos	30	
Otras cuentas por cobrar /por pagar - pasivos		30

Período 2

	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revaloraciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	50	0	0	0	50
Otras cuentas por cobrar/por pagar - pasivos	30	-30	0	0	0

CAPÍTULO 2. TRATAMIENTO DE ALGUNOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

En el capítulo 2 se considera el tratamiento de algunos instrumentos financieros derivados específicos: los swaps de tasas de interés y los acuerdos a futuro sobre tasas de interés (AFTI), los contratos de cambio a plazo extrabursátiles, los instrumentos derivados sobre créditos y los instrumentos financieros incorporados a otros instrumentos¹⁶. Se han escogido estos instrumentos financieros derivados porque revisten gran importancia en los mercados financieros, porque su tratamiento en las cuentas nacionales es incierto, o ambas cosas.

I. Introducción

58. Según los resultados de la encuesta sobre la actividad en el mercado de instrumentos derivados realizada entre los bancos centrales en abril de 1995 bajo los auspicios del Banco de Pagos Internacionales (BPI), los *swaps* de tasas de interés, de divisas y de monedas y los acuerdos a futuro sobre tasas de interés (AFTI) representaban más del 85% de los contratos vigentes sobre instrumentos financieros derivados por su valor de mercado bruto¹⁷. El registro y clasificación adecuados de las transacciones y posiciones en estos instrumentos financieros derivados reviste cada vez mayor importancia.

II. *Swaps* de tasas de interés y acuerdos a futuro sobre tasas de interés

59. Los contratos de *swap* de tasas de interés suponen el intercambio de flujos de caja relacionados con intereses pagados o recibidos¹⁸ sobre un monto hipotético de principal, que en ningún momento se intercambia, en una determinada moneda durante un determinado período. Mayormente, las contrapartes permutan flujos de caja relacionados con pagos de interés. Las liquidaciones suelen efectuarse mediante pagos netos en efectivo que una de las partes efectúa a la otra. De manera similar, los AFTI se liquidan mediante pagos netos en efectivo, aunque éstos son contratos en los cuales las contrapartes convienen en el pago de una tasa de interés, en una fecha de liquidación específica, sobre un monto hipotético de capital que tiene un vencimiento determinado pero que en ningún momento se intercambia. El objeto de estos contratos de derivados financieros es modificar la exposición de las contrapartes al riesgo de variaciones de las tasas de interés de mercado. Al igual que otros

¹⁶El FMI está estudiando el tratamiento de las opciones de compra de acciones por los empleados como instrumentos financieros derivados.

¹⁷Junto con las opciones extrabursátiles, estos instrumentos financieros derivados representaban el 95% de los contratos de derivados financieros extrabursátiles vigentes, medidos en valor de mercado bruto.

¹⁸La permuta de flujos de caja relacionados con intereses que se recibirán constituye un tipo de *swap* de activos.

contratos a plazo, el valor de los contratos de *swap* de tasas de interés inicialmente es, en principio, igual a cero, pero adquiere valor a medida que varían las tasas de interés de mercado.

60. Tanto en el SCN 1993 como en el *MBP5* se recomienda que los pagos netos en efectivo de liquidación de contratos de *swap* de tasas de interés y acuerdos a futuro sobre tasas de interés (AFTI) se registren en la cuenta corriente/de renta como renta de la propiedad y que los reembolsos de capital relacionados con las transacciones de *swap* se registren en la cuenta financiera. Tanto en el SCN 1993 como el *MBP5* se señala que no se efectúa asiento alguno en la cuenta financiera en lo que respecta a los AFTI porque sólo existe un activo subyacente hipotético (no real). En lo que respecta al balance de situación, ni en el SCN ni en el *MBP* se menciona el tema en lo que respecta a los *swaps* de tasas de interés o los AFTI.

61. Cuando se elaboraron las recomendaciones del SCN 1993, la principal razón para incluir los pagos netos en efectivo de liquidación de *swaps* de tasas de interés/AFTI en la cuenta corriente/de renta fue que en ese momento muchos compiladores consideraron que los usuarios finales celebraban estos contratos para modificar el costo del capital, y por lo tanto la tasa de interés efectiva pagada/recibida. Algunos compiladores aún mantienen esta opinión. Por ejemplo, estos compiladores sostienen que, si una entidad tiene pasivos a tasa de interés fija pero activos a tasa de interés variable, y teme que las tasas variables bajen en relación a las fijas, mediante un *swap* de tasas de interés podría evitar que estas variaciones relativas de las tasas de interés afectaran sus ganancias. Este enfoque corresponde al seguido actualmente en las normas contables internacionales¹⁹ y, en algunos países, coincidirá con el enfoque seguido por las empresas para el registro de los intereses. En realidad, en algunos pagos de intereses efectuados por los usuarios finales a los acreedores se incluyen las sumas de liquidación de *swaps* de tasas de interés, que pueden ser positivas o negativas.

62. Sin embargo, los compiladores manifestaron varias inquietudes con respecto al tratamiento recomendado en el SCN 1993 y el *MBP5*:

- En el SCN 1993 la renta de la propiedad se define como “la renta a cobrar por el propietario de un activo financiero o de un activo tangible no producido a cambio de proporcionar fondos a, o de poner los activos tangibles no producidos a disposición de, otra unidad institucional” (párrafo 7.88). Ni los *swaps* de tasas de interés ni los AFTI entrañan la entrega de un capital por una de las partes a la otra. Además, esto genera problemas analíticos con respecto a los flujos de intereses entre sectores: un usuario final interno podría obtener un préstamo de un no residente pero realizar una operación de *swap* de tasas de interés con una institución financiera interna, con lo

¹⁹Aunque, como se mencionó en el párrafo 12 anterior, a diferencia de las cuentas nacionales, en las normas contables internacionales se considera como renta a algunas ganancias y pérdidas por tenencia de activos y pasivos financieros.

cual habría flujos de intereses entre sectores aun cuando no se proporcionara capital alguno.

- Por su naturaleza, los *swaps* de tasas de interés y los AFTI no modifican el costo del capital sino que controlan los flujos de caja mediante el intercambio de los riesgos asumidos. Por ejemplo, el usuario final que obtiene un préstamo a tasa de interés variable pero no quiere que el costo del capital (que puede subir o bajar) afecte a su flujo de caja ni a la viabilidad del financiamiento de un proyecto, celebrará un contrato de *swap* de tasas de interés de modo que el impacto sobre el flujo de caja de una variación del costo del capital se vea compensado para la entidad en cuestión por la ganancia o pérdida por tenencia realizada que obtiene mediante un contrato de *swap* de tasas de interés.
- Cabe observar que inicialmente el valor actual neto de los contratos de *swap* de tasas de interés y los AFTI es, en principio, igual a cero y se desconoce el impacto efectivo sobre los costos por concepto de intereses. Por lo tanto, en algunos países con mercados de *swap* de tasas de interés de gran envergadura, los datos sobre liquidación neta de tasas de interés muestran una gran fluctuación entre un trimestre y otro. Aún no se ha determinado si la inclusión de estos datos reduce o acrecienta la volatilidad de los intereses registrados: es posible que los participantes en el mercado utilicen los *swaps* de tasas de interés y los AFTI para reducir la volatilidad de sus pagos netos de intereses.
- Los manuales internacionales proponen un enfoque asimétrico para el registro de las transacciones de instrumentos financieros derivados: en tanto que los pagos netos en efectivo de liquidación de *swaps* de tasas de interés y AFTI se incluyen en la cuenta de renta, a fin de reflejar el impacto sobre el costo del capital, no se adopta el mismo enfoque para otros costos, por ejemplo, en la cuenta de bienes se incluyen los pagos netos en efectivo de liquidación de contratos de derivados financieros en relación con productos básicos, para reflejar el impacto sobre el costo de los bienes.
- Dado que los pagos netos en efectivo sobre los *swaps* de tasas de interés y los AFTI reciben el tratamiento de renta de la propiedad, y los pagos sobre futuros y opciones negociados se consideran pagos sobre activos financieros, los contratos de derivados financieros sobre tasas de interés no se clasifican conjuntamente en las cuentas nacionales, aunque en gran medida son sustituibles: a todos los efectos para los participantes, no existe diferencia alguna entre un pago neto en efectivo al ejercerse un AFTI y al ejercerse un futuro sobre tasas de interés.

63. En lo que respecta a la clasificación de estos contratos en las cuentas nacionales, lo importante es determinar si los *swaps* de tasas de interés y los AFTI pueden considerarse incluidos en la categoría de activos financieros y, en caso negativo, cuáles son las

características de estos contratos que los distinguen de otros contratos de derivados financieros sobre tasas de interés que se incluyen en dicha categoría.

64. En el SCN 1993 y el *MBP5*, los futuros sobre tasas de interés se incluyen en la categoría de activos porque se negocian en una bolsa organizada en la cual puede establecerse un valor de mercado. Se ha determinado que los instrumentos extrabursátiles que se ajustan a la descripción de instrumentos financieros derivados deben considerarse activos financieros —a menos que el precio de mercado vigente para el activo subyacente no sea observable— debido a que constituyen reservas de valor y pueden generar ganancias y pérdidas por tenencia (véase el párrafo 40). En realidad, existe en los mercados financieros una tendencia a considerar la tenencia de *swaps* de tasas de interés y AFTI como adquisición de un activo financiero que genera una renta en forma de ganancias y pérdidas de intercambio. **Por consiguiente, los *swaps* de tasas de interés y los AFTI, dos de los instrumentos extrabursátiles más comunes, deben clasificarse como activos financieros, y los pagos netos en efectivo de liquidación de estos *swaps* y AFTI deben clasificarse en la cuenta financiera²⁰ y no como intereses.**

65. El hecho de reclasificar los pagos netos efectuados y recibidos por *swaps* de tasas de interés y AFTI como transacciones de la cuenta financiera y no como renta influirá en diversos elementos de las cuentas nacionales. El hecho de ya no considerarlos renta de la propiedad afectará el saldo de la renta primaria y, a su vez, la renta disponible y el ahorro, tanto en lo que respecta a los sectores como a la economía en su conjunto. La reclasificación de los pagos netos efectuados o recibidos de no residentes afectará tanto el saldo de la cuenta corriente externa como la renta nacional bruta (dado que ambas incluyen la renta neta recibida del exterior). Solo se verá afectado el producto interno bruto si parte de los pagos netos recibidos se consideran servicios de intermediación financiera medidos indirectamente y, por consiguiente, se los clasifica como servicios y no como renta. Estos servicios también se clasificarían como transacciones de la cuenta financiera en instrumentos financieros derivados. En algunos países, el cambio propuesto podría tener un efecto importante en la renta nacional.

III. Contratos a plazo extrabursátiles sobre moneda extranjera

66. Existen tres tipos principales de instrumentos financieros derivados a plazo extrabursátiles sobre moneda extranjera. En primer lugar, los *swaps de monedas*: una compraventa al contado y una compraventa simultánea a plazo de las mismas monedas. Según la encuesta realizada en abril de 1995 por el BPI sobre la actividad en el mercado de instrumentos derivados, mencionada anteriormente, éstos son los contratos extrabursátiles

²⁰Otros productos similares sobre tasas de interés, como los “*caps*”, “*collars*”, “*floors*”, opciones barrera, “*captions*”, etc. son todos contratos de opciones extrabursátiles y, por convención, se los incluye en la cuenta financiera.

sobre moneda extranjera más negociados. En segundo lugar, por el volumen de operaciones en el mercado cabe mencionar los contratos de cambio a plazo: dos partes convienen en negociar una cantidad determinada de monedas a un tipo de cambio convenido en una fecha futura acordada entre las partes. En tercer lugar, los contratos de swap cruzado de divisas e intereses, denominados a veces *swap* de monedas: estos contratos suponen el intercambio, al final del contrato, de flujos de caja relacionados con pagos de interés y un intercambio de sumas de capital a un tipo de cambio acordado; también podría haber un intercambio de capital al inicio del contrato y en estas circunstancias puede haber reembolsos posteriores, que incluyen pagos de interés y de amortización del capital, a lo largo del tiempo y conforme a normas predeterminadas.

67. El tratamiento de los *swaps* de monedas aparece descrito tanto en el SCN 1993 como en el *MBP5*: las corrientes de pagos de intereses resultantes de acuerdos de *swap* se registran como renta de la propiedad, y los reembolsos de capital se registran en la cuenta financiera.²¹ Sin embargo, las razones adelantadas anteriormente para clasificar los pagos netos en efectivo de liquidación de *swaps* de tasas de interés en la cuenta financiera se aplican igualmente a los pagos netos en efectivo de liquidación de los intereses en los *swaps* cruzados de divisas e intereses. Además, los compiladores han observado las dificultades prácticas que surgen debido a la necesidad de desglosar en estos *swaps* la renta y el principal. **Por lo tanto, los pagos netos en efectivo de liquidación de los intereses de los swaps cruzados de divisas e intereses también deben clasificarse como transacciones de la cuenta financiera.**

²¹Una razón por la que se sostiene que el componente de intereses de los contratos de *swap* cruzados de divisas e intereses debe seguir considerándose como renta es que los propietarios los utilizan en relación directa con el financiamiento internacional. Para el prestatario, aparentemente las dos transacciones —la deuda original y la resultante del *swap*— constituyen sólo una, con la consecuencia de que, mientras que el prestatario obtuvo un préstamo y debe pagar los intereses y el principal en una moneda, por ejemplo, puede considerar que a todos los efectos su deuda está denominada, por ejemplo, en la moneda nacional. Algunos compiladores presentan los datos de la siguiente manera: en el balance de situación, el valor de la deuda original y el *swap* de monedas están vinculados, y en la cuenta de renta los pagos de interés sobre la deuda original y todos los pagos recibidos y efectuados sobre los *swaps* de monedas también están vinculados. Para el compilador, de esta manera quedaría reflejada con mayor exactitud la posición desde el punto de vista del prestatario. Sin embargo, tienen lugar dos transacciones, el préstamo original obtenido y el *swap* cruzado de divisas e intereses, y el SCN 1993 y el *MBP5* claramente recomiendan que los instrumentos financieros derivados deben considerarse separadamente de las transacciones subyacentes a las que se vinculan como cobertura, porque la unidad institucional que interviene como parte en la transacción financiera derivada es diferente de la que interviene en la transacción subyacente para la que se trata de obtener cobertura.

68. Al registrar las transacciones y posiciones de los contratos derivados sobre divisas, es preciso distinguir entre las transacciones y las posiciones en el contrato en cuestión, y la obligación de entregar y recibir el capital subyacente con el que se relaciona el contrato. El objeto de un contrato de derivados financieros sobre divisas es modificar la exposición de las partes al riesgo de variación de los tipos de cambio de mercado; se conviene de antemano el tipo de cambio al cual las partes realizarán la transacción en el futuro. Como ocurre con otros contratos a plazo, inicialmente el valor del contrato de derivados financieros sobre divisas siempre es, en principio, igual a cero, pero adquiere valor a medida que varían los tipos de cambio de mercado.

69. Todas las transacciones relacionadas con contratos sobre divisas deben convertirse a la unidad de cuenta a los tipos de cambio vigentes en el mercado, no al tipo de cambio convenido en el contrato: el SCN 1993 indica claramente que en el momento de realizarse la transacción, las divisas deben convertirse a la unidad de cuenta "al tipo de cambio vigente en el momento en que se anotan en las cuentas" (párrafo 3.76). Toda compra o venta inicial de moneda es una transacción que se reflejará en "moneda y depósitos" al tipo de cambio convenido por las partes intervinientes en la transacción. En cambio, el tipo de cambio aplicable a las ventas/compras de divisas a plazo en virtud de un contrato derivado sobre divisas se acuerda entre las dos partes en el momento en que se establece el contrato de *swap*, y puede ser diferente del tipo de cambio vigente en el momento de la liquidación. En consecuencia, en la unidad de cuenta el valor de la moneda recibida (registrada en "moneda y depósitos, activos") no es igual al valor pagado (registrado como una disminución en "moneda y depósitos, activos"). La diferencia entre los valores de las monedas intercambiadas al tipo de cambio vigente, medida en la unidad de cuenta, debe asignarse a transacciones en instrumentos financieros derivados. Si los pagos recibidos en "moneda y depósitos" exceden de los efectuados, se registra una reducción de activos por instrumentos financieros derivados, y viceversa. Véase el ejemplo 9.

70. En el balance de situación, la tenencia de moneda extranjera debe incluirse en valores brutos en "moneda y depósitos", convertidos a la unidad de cuenta al tipo de cambio vigente. El contrato derivado sobre moneda extranjera adquiere un valor de mercado por su propio derecho en la medida en que se modifican los precios de mercado de las monedas, debido a que el/los tipo/s de cambio al cual/es las partes del contrato efectuarán el canje en el futuro es diferente del tipo de cambio que se espera esté vigente en el momento del canje. El valor de mercado debe registrarse como una posición en un instrumento financiero derivado y toda variación de valor con respecto al estado anterior debe registrarse como una variación por revaloración. Si el valor de mercado es positivo se registra como activo, y si es negativo como pasivo. Véase el ejemplo 10.

Ejemplo 9

Una entidad de Estados Unidos celebra un contrato de *swap* de monedas: compra 100 dólares de EE.UU. a cambio de 10.000 yenes japoneses en un plazo de tres meses. Al final del período, el tipo de cambio entre el dólar y el yen ha variado y es de 110 yenes por dólar. Las cuentas de la entidad estadounidense se compilan en dólares.

Primer trimestre

	Debe	Haber
Instrumentos financieros derivados - activos	9,1	
Monedas y depósitos - activos	90,9	100

Convertidos al tipo de cambio vigente (110 yenes por dólar), la entidad de Estados Unidos recibe, en dólares, mayor cantidad de dólares de lo que paga en yenes. Inmediatamente antes del canje, la entidad de Estados Unidos tiene un activo derivado debido a la variación de los tipos de cambio, pero el activo se rescata cuando se produce el canje. Por lo tanto, se efectúa un asiento de crédito en instrumentos financieros derivados - activos.

	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Revalora- ciones	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	0	-9,1	0	9,1	0

Los asientos efectuados en "instrumentos financieros derivados - activos" en los estados de transacciones y de posiciones serían los mismos si las dos partes celebraran un contrato de cambio a plazo.

Ejemplo 10

Una entidad de Estados Unidos conviene en vender 20.000 yenes a cambio de 200 dólares en un plazo de seis meses. El tipo de cambio implícito es de 100 yenes por dólar. Tres meses después de celebrado el contrato de cambio a plazo (fin del período 1), el tipo de cambio vigente entre el dólar y el yen a tres meses de plazo, es decir en el momento en que se ejercerá el contrato, es de 110 yenes por dólar. Las tasas de interés a tres meses en Estados Unidos son del 4%. Los datos sobre posiciones para Estados Unidos son los siguientes:

Dólares de EE.UU.

	Posición de apertura	Transacciones	Otras variaciones de volumen	Cuenta de revaloración	Posición de cierre
Instrumentos financieros derivados - activos	0	0	0	18	18

La entidad de Estados Unidos debe recibir 200 dólares en el plazo de tres meses aun cuando al tipo de cambio vigente a tres meses los 20.000 yenes sólo tendrían un valor de 181,81 dólares. Por consiguiente, al tipo de cambio vigente, el contrato de cambio a plazo es un activo para la entidad estadounidense. Una vez aplicado el factor de descuento, el activo tiene un valor de 18 dólares.

71. La conveniencia de valorar un contrato derivado sobre divisas desde el punto de vista analítico resulta evidente en el siguiente ejemplo. Un país obtiene un préstamo en yenes que se canjean por dólares con una contraparte no residente. Si se supuso que el contrato de *swap* no tiene valor alguno, o no se lo incluye en las cuentas porque no se negocia, el pasivo financiero en las cuentas de los países prestatarios sería “únicamente” la suma en yenes obtenida en préstamo, convertida a la moneda nacional. Esto podría llevar a que se mostrara una situación inexacta del pasivo que efectivamente asume el país. Por ejemplo, si se produjo una apreciación del dólar frente al yen y a la moneda nacional, el pasivo efectivo del país, en moneda nacional, se habría incrementado debido a que se requeriría una suma mayor en moneda nacional para rembolsar los dólares que la suma en yenes obtenida en préstamo inicialmente. La diferencia entre el valor en moneda nacional de los pasivos en dólares y yenes es el valor del contrato de *swap*, que ahora es un pasivo. Por lo tanto, al valorar el contrato de *swap* de monedas con mayor exactitud en el balance de situación se refleja la verdadera situación externa.

IV. Instrumentos financieros derivados sobre créditos

72. Todos los instrumentos financieros derivados descritos hasta aquí en este capítulo tienen por objeto negociar el riesgo de mercado. Sin embargo, los instrumentos financieros derivados también se utilizan para negociar otros tipos de riesgo. Los instrumentos que tienen como fin principal negociar el riesgo de crédito se conocen como instrumentos financieros derivados sobre créditos. A la fecha de redacción de este documento se trata de un mercado en rápido crecimiento, que es objeto de estudio directo por las autoridades de fiscalización prudencial y los profesionales del área contable. Los contratos son del mismo tipo que los relacionados con el riesgo de mercado: opciones y contratos a plazo.

73. Una forma de instrumentos financieros derivados sobre créditos constituye un contrato de *swap* puro y simple: se intercambian los flujos de caja y las ganancias y pérdidas de capital relacionadas con el pasivo de una entidad de baja calificación por los flujos relacionados con una tasa de interés garantizada, por ejemplo, una tasa interbancaria más un margen; se trata de los llamados *swaps* del rendimiento integral. Como ocurre con los otros *swaps*, éstos son instrumentos financieros derivados. Un segundo tipo de instrumentos financieros derivados sobre créditos son los contratos de opción basados en un diferencial de tasas de interés entre un crédito de alta calidad y otro de baja calidad: el llamado opción de diferencial de intereses. Por ejemplo, si el diferencial se reduce durante la vigencia de la opción, el comprador de la opción se beneficia. Se trata de una opción pura y simple y, por consiguiente, es un instrumento financiero derivado. Las tasas de interés sobre los pasivos de ambos créditos, el de baja calidad y el de alta calidad, normalmente son fácilmente observables, de modo que puede determinarse el valor de la opción.

74. Un tercer tipo de instrumento financiero derivado sobre créditos es el llamado “*swap* de riesgo de incumplimiento del deudor”: la prima de riesgo implícita en la tasa de interés de

un bono o préstamo se intercambia —en forma continua— por un pago en efectivo en caso de incumplimiento del deudor. Se produce un intercambio de los riesgos asumidos ya que una parte canjea su prima de riesgo esencialmente por una tasa de interés garantizada, y la otra canjea el riesgo de incumplimiento del deudor por la prima de riesgo, y estos instrumentos se valoran aparentemente utilizando la curva de rendimiento esperado. Por lo tanto, estos instrumentos aparentemente tienen las características de un instrumento financiero derivado y, por lo tanto, la presunción es que deben recibir el tratamiento de tales. También se celebran algunos contratos en los cuales una entidad efectúa sólo un pago único a la otra para protegerse financieramente, por ejemplo, de un siniestro. En tales casos es posible que no sea fácil determinar un precio de referencia, de modo que estos contratos particulares de prima única podrían no tener un valor a los efectos de las cuentas nacionales. Dado que se proporciona protección financiera frente a hechos específicos, es posible que se trate de una forma de seguro.

75. Un cuarto tipo de instrumento financiero derivado sobre créditos es el llamado pagaré vinculado con créditos. En estos instrumentos se combinan un bono ordinario y una opción sobre créditos. Constituyen una forma de instrumento financiero derivado incorporado a otro instrumento, y por lo tanto no deben registrarse ni valorarse separadamente en las cuentas nacionales (véase más adelante).

76. En resumen, no existen razones fundamentales por las cuales un contrato derivado sobre créditos no pueda clasificarse como un activo financiero derivado. En realidad, se interpreta que estos instrumentos financieros derivados, al igual que los que entrañan un riesgo de mercado, suelen celebrarse conforme a contratos normalizados, y entrañan la constitución de garantías en activos y el depósito de garantías, por lo cual se está tratando de llegar a un acuerdo sobre los métodos de valoración acordados.

V. Instrumentos financieros derivados incorporados a otros instrumentos

77. Algunos instrumentos financieros llevan incorporado un instrumento financiero derivado. Son los llamados instrumentos financieros derivados incorporados u opciones incorporadas. Por ejemplo, los valores emitidos por empresas pueden incluir la opción de conversión en acciones, de compra (pueden ser comprados por la entidad emisora) o de venta (pueden ser revendidos por la entidad emisora) después de un determinado período, pueden permitir que el reembolso del principal se efectúe en una moneda diferente de la moneda de emisión, y pueden limitar el aumento de los pagos a tasas de interés variable. En el SCN 1993 y el *MBP5* estos instrumentos financieros derivados no reciben un tratamiento explícito y sólo se recomienda que las opciones que autorizan al comprador de bonos emitidos por una empresa a convertir los bonos en acciones pueden registrarse y valorarse por separado como un instrumento financiero derivado negociable. Puede determinarse la valoración aproximada de la opción comparando la diferencia de precios entre el bono “convertible” y un bono de similar calificación emitido por una empresa sin la opción de conversión.

78. Dado que estos instrumentos financieros derivados incorporados pueden modificar significativamente las características de un instrumento, se plantea el tema de determinar si estos deben considerarse instrumentos separados o parte del instrumento subyacente.

79. En el SCN 1993 y en el *MBP5* se recomienda que los instrumentos financieros derivados se consideren separadamente de las transacciones subyacentes a las que sirvan de cobertura²², debido a que la unidad institucional que interviene como parte en la transacción financiera derivada es distinta de la que interviene en la transacción subyacente para la que se obtiene la cobertura. Por definición, en un instrumento financiero derivado incorporado intervienen las mismas partes en el instrumento financiero derivado subyacente y en el derivado. Por lo tanto, el razonamiento seguido en el SCN 1993 y el *MBP5* para identificar y valorar separadamente los instrumentos financieros derivados no se aplica al caso de los instrumentos incorporados.

80. También existen razones prácticas para no identificar y valorar por separado los instrumentos financieros derivados incorporados. En primer lugar, es necesario identificar dichos instrumentos: el hecho de que las partes intervinientes sean las mismas que en el instrumento financiero subyacente agrava la dificultad y subjetividad de la identificación del instrumento derivado incorporado, en comparación con la situación en que éste es un contrato separado. Puede haber diferencia de opiniones en la determinación de si una cláusula de un contrato constituye o no un instrumento financiero derivado, lo cual crea mayores posibilidades de asimetría en la declaración de los datos entre los distintos sectores institucionales y dentro de cada sector. En segundo lugar, para que el contrato se considere un activo financiero, deberá determinarse un valor demostrativo, pero el precio del instrumento financiero subyacente y el del instrumento derivado están entrelazados. El valor del instrumento derivado no puede identificarse separadamente si tiene lugar una transacción en el instrumento financiero subyacente, y si los estadísticos valoran separadamente el instrumento financiero derivado en el balance de situación, será necesario efectuar ajustes compensatorios en la valoración del instrumento subyacente. En tercer lugar, se presenta la dificultad práctica de identificar el pago de la prima relacionada con la creación de la opción incorporada.

81. Por lo tanto, los instrumentos financieros derivados incorporados a un instrumento primario, de modo tal que las partes intervinientes en el instrumento subyacente y en el derivado son las mismas, no deberían registrarse y valorarse separadamente en las cuentas

²²Es posible que muchas operaciones de cobertura estén incorrectamente registradas en las cuentas nacionales o no lleguen a detectarse, y por lo tanto las estimaciones presentan un sesgo que se desconoce. Normalmente, las operaciones de cobertura sólo darán lugar a errores de pequeña magnitud, pero podrían producirse errores de consideración si hubiera una gran volatilidad del tipo de cambio o en los casos en que se obtenga cobertura para productos básicos agropecuarios o mineros.

nacionales. En otras palabras, si un instrumento primario, como un título-valor o un préstamo, tiene incorporado un instrumento derivado, el instrumento debe valorarse y clasificarse según su función primaria, como título-valor o como préstamo, aun cuando debido al instrumento derivado que lleva incorporado el valor de ese título o préstamo sea muy diferente del de otros títulos o préstamos comparables. En otras palabras, el componente derivado no debe registrarse separadamente sino que debe considerarse parte del instrumento primario. Si el instrumento financiero derivado llega a ser independiente del instrumento primario de modo tal que partes intervinientes en el instrumento financiero y en el instrumento primario son diferentes, el instrumento financiero derivado ya no se considera como un instrumento incorporado. Dado que los instrumentos derivados incorporados pueden afectar considerablemente los flujos financieros, es posible que se requieran procedimientos de compilación específicos para reflejar sus efectos.

CAPÍTULO 3. TRATAMIENTO DE LOS PAGOS DE GARANTÍA

En el capítulo 3 se clarifica el tratamiento de los pagos de garantía en las cuentas nacionales. En este capítulo se utilizan las expresiones reembolsable y no reembolsable por ser más apropiadas que las expresiones garantía inicial y reposición de la garantía.

I. Introducción

82. En el SCN 93 (párrafo 11.40) se efectúa una distinción entre la garantía inicial y la reposición de la garantía, tomando como base la terminología habitual en los mercados organizados de instrumentos financieros derivados. Sin embargo, dado que se ha difundido el uso de los pagos de garantía o la constitución de garantías reales en los mercados financieros —en los mercados extrabursátiles de instrumentos financieros derivados el depósito de una garantía de activos es cada vez más común— y teniendo en cuenta que existe distintos mecanismos institucionales en los diferentes mercados, se ha hecho evidente que los términos “inicial” y “reposición” tienen una aplicación limitada y pueden tener un significado distinto para los diferentes compiladores. En consecuencia, el hecho de que en este trabajo se haga hincapié en las expresiones “garantía reembolsable y no reembolsable”²³ tiene por objeto aclarar y no revisar las recomendaciones incluidas en el SCN 1993 y en el MBP5.

II. Garantía reembolsable

83. La garantía reembolsable es un depósito de fondos o de una garantía de activos para proteger a la otra parte de la transacción del riesgo de crédito vinculado a un contrato de derivados financieros, pero los fondos o la garantía siguen siendo de propiedad de la entidad que efectúa el depósito. El depósito o la garantía son reembolsables al depositante cuando éste extingue su posición en el contrato de derivados financieros. Si bien el uso del depósito/la garantía puede estar restringido, si la entidad que efectúa el depósito conserva los riesgos y beneficios derivados de la propiedad, como el derecho de recibir dividendos, cupones, y/o intereses, sigue siendo propietaria de la garantía y se dice que el depósito/la garantía es reembolsable.

84. El tipo de activo financiero que se deposita como garantía reembolsable determina si se requiere efectuar asientos en las cuentas nacionales. Cuando los depósitos de garantías reembolsables se efectúan en “moneda y depósitos”, las transacciones se registran en la cuenta financiera en “moneda y depósitos” (véase el ejemplo 11). Estos asientos se deben a que el depósito de garantía es un pasivo de la institución depositaria en la que se mantienen los fondos. No se ha de registrar ninguna transacción en instrumentos financieros derivados. Posiblemente algunos compiladores prefieran clasificar estos depósitos de garantía

²³La garantía reembolsable es más afín a la garantía inicial y la no reembolsable a la reposición de la garantía.

rembolsables en “otras cuentas por cobrar/por pagar” de modo de reservar el término “depósitos” para los pasivos monetarios.

Ejemplo 11

Una entidad adquiere un contrato de futuros y paga 12 unidades en comisiones de corretaje. Se solicita a la entidad que entregue al corredor un depósito de garantía rembolsable de 250 unidades como protección frente a fluctuaciones desfavorables del mercado.

	Haber	Debe
Servicios financieros		12
Cuenta financiera Moneda y depósitos - activos	262	250

85. Cuando los depósitos de garantía rembolsable no se efectúan en efectivo sino en otros activos, por ejemplo en valores, no se registra transacción alguna en las cuentas nacionales debido a que no ha habido un traslado de propiedad de estos activos; la transferencia de activos entre instituciones depositarias no genera, por sí misma, transacciones en las cuentas nacionales.

III. Garantía no rembolsable

86. La garantía no rembolsable es el depósito de fondos o de una garantía de activos para reducir o liquidar un activo financiero resultante de un contrato de derivados financieros. La entidad que paga la garantía no rembolsable no conserva la propiedad del depósito o los activos dados en garantía ni los riesgos o derechos que conlleva su propiedad, como el cobro de dividendos, cupones y/o intereses. Por ejemplo, en algunos mercados organizados de instrumentos financieros derivados, diariamente se liquidan las posiciones y se determinan las ganancias o pérdidas realizadas; el pago de la garantía no rembolsable tiene por objeto cubrir la pérdida resultante de un instrumento financiero derivado (véase el ejemplo 4). El pago de una garantía no rembolsable siempre requerirá que se efectúen asientos en las cuentas nacionales.

87. Los acuerdos sobre depósitos de garantía pueden ser complejos y los procedimientos aplicables difirieron según el país. Por ejemplo, en algunos países las garantías rembolsables y no rembolsables se mantienen en una sola cuenta y es difícil distinguir unas de otras. Debería examinarse el mecanismo institucional que se aplica en la práctica. Lo importante es considerar si la entidad que efectúa el depósito de garantía mantiene la propiedad efectiva de la garantía. Cuando posteriormente la garantía rembolsable se utiliza para reducir o liquidar un

pasivo financiero, y por lo tanto la entidad que depositó la garantía deja de ser propietaria de la misma, la transacción se registra de la misma manera que la garantía no reembolsable: véanse el párrafo 86 y el ejemplo 12.

Ejemplo 12

Una entidad tiene una posición deudora de 50 unidades en un contrato de futuros y debe pagar una garantía no reembolsable por dicha suma a la cámara de compensación.

	Haber	Debe
Instrumentos financieros derivados - pasivos		50
Moneda y depósitos - activos	50	

Mediante el pago de la garantía no reembolsable, la entidad liquida su pasivo resultante del instrumento financiero derivado, por lo cual se efectúa un asiento de débito en instrumentos financieros derivados - pasivos.

CAPÍTULO 4. CUESTIONES RELATIVAS A LA CLASIFICACIÓN

En el capítulo 4 se proporcionan directrices sobre la clasificación de las transacciones de instrumentos financieros derivados y las posiciones resultantes de dichas transacciones. En este capítulo se exponen las razones para registrar dichos instrumentos por separado en una categoría de instrumentos específica dentro de las cuentas nacionales y como un título funcional separado en la balanza de pagos, si bien se señalan las dificultades prácticas que se plantean para llevar a la práctica este cambio. Se examinan las subclasificaciones que podrían utilizarse a los efectos de la declaración internacional de datos.

I. Clasificación funcional de los instrumentos financieros derivados

88. En el SCN 1993, todos los contratos de instrumentos financieros derivados que constituyen activos financieros se incluyen en “valores distintos de acciones”. Es decir, las transacciones, y las posiciones, deben englobarse en un solo grupo bajo “valores distintos de acciones” dentro de la cuenta financiera. En lo que respecta a la balanza de pagos, el *MBP5* recomienda que las transacciones y posiciones relacionadas con instrumentos financieros derivados se incluyan básicamente en “inversión de cartera”, aunque, según la naturaleza de las partes intervinientes en la transacción”, dichas transacciones y posiciones podrían incluirse en “activos de reserva” —si una autoridad monetaria es propietaria o realiza una transacción en activos financieros derivados, y los activos se ajustan a los criterios para considerarlos activos financieros— o en “inversión directa”, si las partes intervinientes están relacionadas por una inversión directa, y no son bancos u otros intermediarios financieros.

89. Como otra posibilidad, las transacciones y posiciones en instrumentos financieros derivados podrían incluirse en las cuentas nacionales separadamente en una categoría específica de activos financieros y en un encabezamiento funcional específico en la balanza de pagos titulado “instrumentos financieros derivados”. Las razones para este tratamiento son las siguientes. En el SCN 1993 y en el *MBP5*, los activos financieros derivados —es decir, los contratos de derivados financieros que son negociables y tienen un valor de mercado— se incluyen en “valores distintos de acciones” y en “inversión de cartera”, debido a su negociabilidad. Sin embargo, los instrumentos financieros derivados extrabursátiles que actualmente se clasifican como activos financieros —si se considera la categoría de activos financieros con un criterio menos restrictivo— no quedan comprendidos naturalmente en la categoría de valores²⁴. Una posibilidad es clasificar los activos/pasivos financieros derivados negociables como valores, y los no negociables —esencialmente aquellos instrumentos financieros derivados que son compensables en el mercado— como “otra inversión”. En realidad, el grupo informal sobre la medición de los instrumentos financieros derivados llegó, en principio, a la conclusión de que podrían existir instrumentos financieros derivados

²⁴Además, a diferencia de los valores, la propiedad de un instrumento financiero derivado no da origen a una renta de la inversión.

dentro de varias categorías de activos financieros, y recomendó que, en los casos pertinentes, se agregara una subcategoría para los instrumentos financieros derivados en los componentes de la clasificación. Sin embargo, del análisis anterior se desprende que no puede afirmarse categóricamente que la distinción entre instrumentos financieros derivados negociados y no negociados sea tan clara como se pensaba. Por el contrario, los activos y pasivos financieros derivados podrían agruparse en una categoría específica de instrumentos financieros derivados, que refleje sus características distintivas, ya que por su naturaleza son diferentes de los otros activos financieros. Se mantendrían las excepciones que se prevén en la balanza de pagos con respecto a la inversión directa y los activos de reserva.

90. Entre los compiladores que formularon comentarios sobre el anterior borrador de este documento hubo un alto grado de apoyo al segundo método. Por lo tanto, debería crearse una categoría de instrumentos separada en las cuentas nacionales y una categoría funcional separada en la balanza de pagos para los instrumentos financieros derivados. Además, las transacciones en instrumentos financieros derivados deberían identificarse separadamente dentro de “inversión directa” y “activos de reserva”. Algunos compiladores señalaron las dificultades prácticas para poner en práctica estos cambios en el corto plazo dado que muchos países aún están elaborando sistemas para registrar la actividad en instrumentos financieros derivados. Además sería necesario considerar las consecuencias prácticas de estos cambios en la presentación de los datos en lo que respecta a la declaración de datos a nivel internacional. Asimismo, si las liquidaciones netas de los *swaps* de tasas de interés y los AFTI se reclasifican, trasladándolas de la cuenta de renta a la cuenta financiera, será necesario efectuar cambios en la presentación de los datos en la cuenta corriente.

91. Los instrumentos financieros derivados deberían registrarse en las cuentas nacionales en una categoría de instrumentos separada dentro de los activos financieros y en la balanza de pagos en un grupo funcional separado que refleje sus características específicas. Es necesario considerar las consecuencias prácticas de este cambio antes de ponerlo en práctica en las normas internacionales de declaración de datos de balanza de pagos.

II. Subclasificación de los instrumentos financieros derivados

92. Actualmente, en las cuentas nacionales las transacciones y posiciones en instrumentos financieros derivados se clasifican por el sector institucional al que pertenecen las partes intervinientes. Se establece una clasificación optativa de los instrumentos financieros derivados a corto y largo plazo. Dentro de la balanza de pagos, los datos deben registrarse por sector institucional bajo “inversión de cartera”. Independientemente de la forma en que se presenten los instrumentos financieros derivados en las cuentas nacionales y en la balanza de pagos, debería mantenerse el desglose institucional.

93. No se ha llegado a un consenso firme con respecto a una nueva subclasificación. Los compiladores pueden establecer subclasificaciones por categorías de riesgo de los

instrumentos financieros derivados en las presentaciones nacionales —aunque es posible que deba revisarse periódicamente la lista de categorías de riesgo conforme vayan evolucionando los mercados de instrumentos financieros derivados— y/o por principales tipos de instrumentos financieros derivados, por ejemplo opciones y contratos a plazo. La recopilación de datos subclasificados por tipo de riesgo podría facilitar el análisis de componentes importantes de las cuentas nacionales; por ejemplo, los datos sobre el riesgo de fluctuación de la tasa de interés podrían utilizarse para analizar los costos efectivos de la obtención de préstamos. La clasificación por categorías de riesgo de mercado fue el método adoptado en la encuesta de bancos centrales sobre la actividad en el mercado de instrumentos financieros derivados realizada por el BPI en abril de 1995. Asimismo, los compiladores pueden considerar la posibilidad de subclasificar los instrumentos financieros derivados en dos categorías diferentes según se negocien en la bolsa o en forma extrabursátil, dado que los riesgos de incumplimiento de la contraparte que entraña cada una de estas dos categorías pueden ser muy diferente, y dado que las variaciones de la actividad en términos relativos pueden ser indicio de modificación de las prácticas de mercado y de la eficiencia relativa.

**APÉNDICE I. RESUMEN DE LAS CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES
DEL GRUPO INFORMAL DEL FMI SOBRE LA MEDICIÓN DE LOS
INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: ABRIL DE 1996**

En el presente informe se consignan las conclusiones y recomendaciones del grupo informal sobre la medición de los instrumentos financieros derivados, que se reunió en la ciudad de Washington del 22 al 24 de abril de 1996. En lo que respecta a las funciones del grupo, se ha establecido que:

A la luz de 1) la experiencia recogida en la aplicación de las nuevas normas de balanza de pagos y del *SCN* para los instrumentos financieros derivados, y 2) la constante innovación en los mercados financieros, el grupo informal formulará recomendaciones sobre cuestiones relacionadas con la aplicación de las normas con miras a ampliar y aclarar las metodologías según sea necesario.

El informe se transmitirá al *Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos, el Grupo de Trabajo entre Secretarías sobre Cuentas Nacionales y el Grupo de Expertos en Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI*, que se reunirá en noviembre de 1996, coincidiendo con la conclusión del *Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras*.

Conclusiones

Los participantes en el grupo indicaron que sus países recopilan, o planean recopilar, datos sobre los instrumentos financieros derivados ajustándose a las directrices del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (*SCN 1993*), el Sistema europeo de cuentas no integradas (*SEC*) (en el caso de los países miembros de la Unión Europea), y la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos (MBP5)*. Con base en la experiencia recogida se llegó a las siguientes conclusiones:

- Deberá alentarse la cooperación entre todos los estadísticos nacionales que recopilan datos sobre instrumentos financieros derivados (p. ej., datos sobre la actividad bancaria, las cuentas financieras o la balanza de pagos, etc.). Por esa vía será posible intercambiar experiencias, armonizar conceptos y reducir al mínimo la carga que recae sobre los organismos que declaran datos en este campo de las estadísticas de considerable complejidad.
- Las entidades declarantes deberán adoptar distintos enfoques debido a que las necesidades de los estadísticos encargados de las cuentas económicas y las autoridades de supervisión bancaria en lo que se refiere a la información sobre instrumentos derivados son diferentes; por ejemplo, las autoridades de supervisión necesitan datos consolidados, en tanto que los estadísticos económicos requieren datos basados en la residencia. Se prevé que las normas formuladas con el auspicio del Banco de Pagos Internacionales (*BPI*) sobre los requisitos acordados

internacionalmente para la declaración de datos en materia de supervisión se pondrán en práctica en el curso de 1997/98.

- El grupo llegó a la conclusión de que los requisitos de supervisión y contabilidad en lo que respecta a la determinación del valor de mercado de los instrumentos derivados han sido de ayuda para los estadísticos encargados de la cuentas económicas en la recopilación de datos sobre posiciones.
- Los países están interesados en compartir sus respectivas experiencias en la aplicación de las recomendaciones del SCN 1993 y el *MBP5*.

Deliberaciones y recomendaciones

El grupo centró sus deliberaciones en las cuestiones que despiertan mayor inquietud, entre las que se destacan las siguientes:

- El grupo examinó detalladamente la inclusión de los instrumentos financieros derivados dentro de la **categoría de activos financieros**. La opinión consensual del grupo fue que a la “negociabilidad”, como método de demostración del valor, debía añadirse la “compensabilidad en el mercado”; este punto se consideró como una aclaración de las normas existentes. El grupo recomendó este enfoque para los instrumentos que puedan ser “compensados” dentro de la misma categoría de instrumentos, por ejemplo, una posición en *swaps* que se pueda compensar mediante la adquisición de otro *swap*. Este trato se ajustaría a las directrices formuladas en el proyecto del SEC. Se convino en que el FMI realizaría consultas con Eurostat y el IME sobre los fundamentos de las recomendaciones del SEC, y presentaría un documento sobre la delimitación de la categoría de activos en lo que respecta a los instrumentos financieros derivados ante el Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos y en la reunión del Grupo de Expertos en noviembre de 1996.
- El grupo analizó la posibilidad de que se requiera una **definición de los instrumentos financieros derivados** para facilitar la delimitación de la categoría de activos financieros. No se llegó a un consenso sobre la conveniencia de formular la definición o de seguir aplicando el método actual de enumeración de los instrumentos que generalmente se consideran instrumentos derivados. Corresponde proseguir los estudios basándose, entre otras cosas, en el proyecto de definición de los instrumentos financieros derivados elaborado por el Consejo de normas de contabilidad financiera de Estados Unidos (*Financial Accounting Standards Board*), que se presentó en la reunión.
- El grupo concluyó que, en principio, los instrumentos derivados podrían incluirse en diversas **categorías de activos financieros** y recomendó que, cuando resultara

pertinente, se añadiera a los elementos que integran la clasificación una subcategoría de instrumentos derivados.

- El grupo examinó la cobertura de los instrumentos que podrían crear flujos de renta de la propiedad, sobre todo los **swaps de tasas de interés** y los **acuerdos a futuro sobre tasas de interés (AFTI)**. No se llegó a un consenso sobre la clasificación de los pagos de liquidación netos que generan estos instrumentos. Algunos participantes se mostraron partidarios de incluir dichos pagos en la cuenta corriente (como lo recomiendan las normas internacionales actuales); otros, en la cuenta financiera y otros no expresaron una opinión definida en favor de una u otra opción. Los participantes que, por razones conceptuales, se mostraron partidarios de su inclusión en la cuenta financiera también expresaron inquietud por las dificultades que plantea la obtención, presentación e interpretación cuando la liquidación de determinados productos derivados sobre tasas de interés se registran en la cuenta de renta. En particular, la inquietud se refería a las anomalías en la presentación de los flujos de intereses transfronterizos y de un sector nacional a otro en casos en que no hubiere una posición acreedora, a las dificultades para conciliar los datos sobre posiciones y transacciones, y a la aguda intensificación de la magnitud, y por consiguiente de la volatilidad, de los datos que se registran sobre renta de la inversión. El grupo tomó nota de que en algunos países se había detectado un grave problema, por lo cual se requieren más estudios al respecto. El grupo recomendó que este tema se aborde en la reunión de noviembre de 1996 del *Grupo de Expertos*. El grupo también recomendó que, en lo posible, los datos se identifiquen por separado en la cuenta de renta.
- El grupo examinó las **disposiciones con respecto a los depósitos de garantía** de los mercados nacionales y concluyó que, si bien estas operaciones son complejas y difieren apreciablemente de un país a otro, las normas internacionales tienen la flexibilidad suficiente para ajustarse a las diversas prácticas de los mercados. No obstante, algunos participantes cuestionaron la clasificación de estos pagos. Sobre todo, se consideró que la clasificación de los pagos de depósitos de garantía como depósitos generaba problemas por las prácticas de los mercados y su posible efecto sobre los agregados monetarios. El grupo recomendó que el tratamiento que se da a los depósitos de garantía se examine nuevamente después de que el IME concluya su examen de las disposiciones que rigen en Europa para los depósitos de garantía.
- Los participantes compartieron experiencias sobre la medición de los datos sobre posiciones. En general, se concluyó que no existen problemas serios para la obtención de datos de los bancos en valores de mercado. No obstante, varios participantes consideraron difícil la obtención de datos desglosados por residencia o por sectores internos. En la encuesta sobre la actividad del mercado realizada en el segundo trimestre de 1995 por el BPI en 26 países participantes se obtuvo un gran caudal de información en valores de mercado.

- Los participantes intercambiaron experiencias sobre el tratamiento de los **acuerdos de recompra y de préstamo de valores**. Muchos participantes tomaron nota de la tendencia a tratar estos acuerdos como préstamos garantizados. A este respecto se reconoció que las prácticas nacionales de recopilación de datos sobre esas transacciones dependerían de las prácticas contables de cada país.

**GRUPO INFORMAL DEL FMI SOBRE LA MEDICIÓN DE LOS
INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS**

22 al 24 de abril de 1996

LISTA DE PARTICIPANTES

PRESIDENTE

Sr. Kevin W. O'Connor
FMI, Departamento de Estadística

PARTICIPANTES

Australia

Sra. Barbara Dunlop
Dirección de Estadística de Australia

Sr. Robert McColl
Dirección de Estadística de Australia

Canadá

Sr. Patrick O'Hagan
Estadísticas de Canadá

Francia

Sr. Jean-Baptiste Bourguignon
Banco de Francia

Alemania

Dr. Rudolf Seiler
Banco Federal de Alemania

Japón

Sra. Kazuko Tanaka
Ministerio de Hacienda

Sr. Shinji Isaki
Banco de Japón

Reino Unido

Sr. C. B. Wright
Banco de Inglaterra

Estados Unidos

Sr. Christopher Bach
Dirección de Análisis Económico

Sr. Ralph Kozlow
Dirección de Análisis Económico

Sr. Russell Scholl
Dirección de Análisis Económico

Sr. John Rutter
Dirección de Análisis Económico

Sr. Ashby McCown
Departamento del Tesoro

Sr. Jeffrey Mahoney
Consejo de Normas Contables Financieras
de Estados Unidos

Organismos internacionales

Sr. Rainer Widera
Banco de Pagos Internacionales

Ms. Carin Pronk
Instituto Monetario Europeo

Sr. Mahinder S. Gill
FMI, Departamento de Estadística

Sr. David Folkerts-Landau
FMI, Departamento de Estudios

Sr. Jack Bame
FMI, Departamento de Estadística

Sr. Robert Hauswald
FMI, Departamento de Estudios

Sr. Robert M. Heath
FMI, Departamento de Estadística

Sr. Russell Krueger
FMI, Departamento de Estadística

Sr. John Motala
FMI, Departamento de Estadística

APÉNDICE II. EL VALOR DE MERCADO, LA NEGOCIABILIDAD Y EL CRITERIO DE COMPENSABILIDAD¹

Introducción

1. El presente apéndice se refiere al registro contable del valor actual de los instrumentos financieros derivados y otros instrumentos contingentes y tiene como propósito amplificar y aclarar la directriz internacional actual, contenida en el Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993), para el registro de los instrumentos financieros derivados como activos financieros, “únicamente cuando éstos tienen valor de mercado y son negociables” (SCN 1993, capítulo 11, párrafo 34).
2. Los compiladores estadísticos han dado una variedad de interpretaciones a esta directriz. En un extremo de la escala, se ha interpretado como una restricción que limita el registro de los instrumentos derivados en el balance general a los productos suministrados a través de bolsas organizadas. En el otro extremo, los compiladores desean incluir prácticamente cualquier acuerdo contractual de carácter consensual que guarden relación con alguna posición subyacente acreedora o deudora.
3. Eurostat presentó una ampliación inicial de la directriz en su revisión del Sistema europeo de cuentas nacionales y regionales (SEC 95). El SEC 95 añade una prueba opcional de “negociabilidad”, a saber, si el instrumento es “compensable en el mercado” (SEC 95, capítulo 5). Ello se debe a que los estadísticos reconocieron la necesidad de incluir tanto los mercados extrabursátiles como los mercados bursátiles para que la recopilación de datos pueda generar estadísticas que tengan significado analítico.
4. En la sección 2 se examina el significado del término “compensabilidad” en el contexto de la costumbre del mercado a fin de aclarar el principio que se trata de aplicar en el SEC 95. En la sección 3 se analiza la forma en que los operadores del mercado y las autoridades de supervisión prudencial emplean la compensabilidad como un factor fundamental para la determinación del riesgo de mercado al que está expuesta una cartera de operaciones bursátiles y en la sección 4 se examinan los límites prácticos de la compensabilidad y se aplica el principio a algunos ejemplos ilustrativos, como prueba de la existencia de valor de mercado. Por último, en la sección 5 del documento se concluye que la compensabilidad constituye efectivamente una prueba válida del valor de mercado y por consiguiente encomia la ampliación del SEC 95 como aclaración útil de la directriz del SCN 1993.

¹Este apéndice fue preparado por el Sr. Christopher Wright, del Banco de Inglaterra.

Sección 2: ¿A qué se refiere el SEC con la expresión “compensable en el mercado”?

5. Los valores al portador tradicionales generalmente ofrecen al tenedor la posibilidad de cancelar o liquidar su posición mediante la venta del instrumento en un mercado secundario. En la mayoría de las demás formas de activos financieros, el tenedor generalmente tendrá una relación contractual con el emisor que determina los términos y condiciones en que se puede liquidar el instrumento. Las letras, los bonos y las acciones ordinarias constituyen ejemplos de la primera clase, mientras que los depósitos, los préstamos y las participaciones en fondos mutuos de inversión o en fondos de inversiones generalmente se agrupan en la segunda.

6. Los instrumentos financieros derivados no se ajustan en forma precisa a ninguno de los dos modelos. No son estrictamente instrumentos al portador, de modo que las partes, en general, pueden transferir libremente su participación en el contrato a un tercero ya sea en un mercado secundario organizado o mediante negociación privada. Asimismo, los contratos de instrumentos derivados comúnmente no entrañan para el emisor la obligación de cancelar y liquidar el contrato, salvo a su vencimiento. Estas restricciones no implican muchas dificultades cuando el instrumento derivado se adquiere con el fin de protegerse del riesgo de mercado resultante de un activo subyacente que se posee con fines de inversión. No obstante, los emisores de instrumentos derivados generalmente los suscriben a la medida de sus necesidades, de modo que la gestión del riesgo requiere la posibilidad de cancelar o liquidar las posiciones abiertas en instrumentos derivados como parte de un proceso continuo de ajuste de la cartera. Esta necesidad se ha satisfecho mediante el uso de contratos compensatorios o contratos gemelos con signo contrario.

7. En la mayoría de los mercados bursátiles, el proceso de compensación se parece a un mercado secundario. Por ejemplo, si el usuario final A adquiere una posición larga a través del corredor B, que es miembro de una cámara de compensación, el corredor se sitúa como mandante correspondiente entre A y otro miembro de la bolsa (C). Si, posteriormente, A desea “vender” el contrato, en la práctica éste le comprará una posición corta compensatoria a B, quien nuevamente quedará como mandante correspondiente aunque probablemente con otro miembro de la bolsa. Las dos posiciones equiparadas del corredor se transfieren a la cámara de compensación, la cual a partir de ese momento hará las veces de contraparte de las operaciones a los efectos de la liquidación. La cámara de compensación reconocerá que posee dos posiciones equiparadas, una corta y una larga, con el corredor y las cancelará, o “cerrará”. La posición de A frente al corredor quedará igualmente cerrada. No obstante, los dos miembros de la bolsa, C y D, mantendrán sus posiciones abiertas y la cámara de compensación quedará como intermediaria entre ellos, como mandante correspondiente. De este modo, A ha transferido a D su posición larga inicial, pero lo ha hecho a través de un mecanismo que implica varios trámites distintos en vez de una transferencia directa del contrato.

8. Los mismos principios básicos rigen para la transferencia de posiciones abiertas en el mercado extrabursátil. Al igual que en el ejemplo anterior, si A desea cancelar una posición

abierta, el mecanismo normal consiste en abrir una posición compensatoria. De hacerlo con la contraparte original, los dos contratos se cerrarían y entre las partes se efectuaría un solo pago de liquidación final entre ambas partes que reflejaría las ganancias o pérdidas acumuladas en el contrato original al momento de su cierre. No obstante, el contrato compensatorio comúnmente se realizará con una contraparte distinta y, en ese caso, ambos contratos seguirán figurando en el balance general ya que la ausencia de una cámara de compensación significa que no existe ningún mecanismo que permita su cancelación, pero el efecto neto sobre los flujos de liquidación será idéntico en los dos casos, con la sola diferencia importante de que, en el último ejemplo, A sigue expuesto al riesgo de crédito o de incumplimiento de sus dos contrapartes. En la práctica, incluso esta diferencia podría ser mitigada si los contratos extrabursátiles estuvieran, en sí mismos, sujetos a cláusulas que estipulen alguna forma de garantía de activos o de depósito de garantía.

9. Los ejemplos de los párrafos anteriores ilustran la gama de posibilidades en el uso de la compensación en el mercado. En sus formas más puras, se reconoce que la compensación produce un efecto de cierre o cancelación de un contrato casi paralelo al rescate o la reventa de un instrumento primario. En otros casos, no se produce un cierre y, en cambio, el agente sigue declarando el contrato original y el contrato compensatorio en su balance general. Lo mismo podría ocurrir con los contratos negociados en bolsa, por ejemplo, en los casos en que el corredor es el mandante correspondiente entre un usuario final y la bolsa, o en el mercado extrabursátil, cuando los usuarios o los corredores tratan de obtener cobertura para una posición abierta.

10. El efecto de compensación del riesgo de mercado también puede producirse por otros medios. Por ejemplo, una posición larga a plazo podría compensarse mediante la compra de una opción de venta. En este caso, la prima de la opción representa el costo para el comprador de la cobertura del riesgo de pérdidas en el contrato a plazo, dejando abierta, al mismo tiempo, la posibilidad de que el contrato a plazo produzca ganancias por tenencia. Si el precio a plazo evoluciona en forma favorable para el tenedor del contrato a plazo (es decir, aumenta el valor de mercado del contrato a plazo), éste podría optar por liquidar su posición mediante la emisión de una opción contra las futuras utilidades que le reportaría la tenencia del contrato hasta su vencimiento. Si la prima que recibe es mayor que la pagada, el tenedor del contrato habrá, en efecto, cerrado su posición a plazo en forma rentable aún si faltan todavía varios meses para que venzan el contrato a plazo y las dos opciones.

11. Las estrategias de compensación pueden, por lo tanto, adoptar muchas formas y ofrecer una protección completa o parcial contra el riesgo de mercado. Entre dichas formas se incluyen el uso de contratos “gemelos con signo contrario” (que se compensan exactamente) pero también pueden estructurarse de modo que se basen en una variedad de productos o impliquen una combinación de instrumentos bursátiles y extrabursátiles.

12. El SEC no fija ningún límite al uso de la compensabilidad para delimitar los activos. En el sistema se considera que los activos contingentes son activos financieros en los casos

en que “el acuerdo contractual en sí mismo tenga valor de mercado debido a que es negociable o puede ser compensado en el mercado” (SEC 95, capítulo 5, párrafo 5). El valor de mercado es la clave para la delimitación de la categoría de activos, pero la negociabilidad y la compensabilidad, cada una por sí sola, se consideran como prueba suficiente del valor de mercado.

13. La equiparación que se ha hecho en el presente documento entre la negociabilidad y la compensabilidad no es resultado del azar. Los ejemplos citados en esta sección indican que los mecanismos empleados para la compensación de contratos pueden resultar funcionalmente equivalentes a un mercado secundario, y a mercados imposibles de distinguir de los que existen para la mayoría de los instrumentos negociables. Esta correspondencia puede ser casi total cuando existe una cámara de compensación entre las partes que efectúa el cierre de los contratos equiparados, pero en todos los mercados extrabursátiles menos organizados son aplicables los mismos principios.

14. Además, los corredores que operan en los mercados extrabursátiles están aplicando sistemas cada vez más parecidos a los de los mercados organizados. El creciente uso de garantías en activos para eliminar o reducir el riesgo de crédito, guarda semejanza con la obligación de efectuar depósitos de garantía tras las liquidaciones diarias, que en los mercados bursátiles desempeñan el mismo fin, y ello está preparando el terreno para la adopción de mecanismos experimentales de cancelación multilateral a través de las llamadas cámaras de compensación extrabursátiles. De tener éxito estos mecanismos, sobre todo si permiten cerrar contratos equiparados, el recurso a la compensación como cierre de posiciones abiertas en los mercados extrabursátiles cada vez se parecerá más a un mercado secundario y tendrá sus mismos efectos.

Sección 3: Compensabilidad, cancelación y valor de mercado: Un enfoque de gestión del riesgo

15. El valor de mercado de un contrato de instrumentos derivados indica el valor de liquidación previsto o su valor de reposición si se deseara cerrar el contrato. Para las instituciones que participan activamente en la negociación de posiciones en instrumentos derivados, la liquidación periódica de la cartera de operaciones a la cotización del día en el mercado ofrece una información valiosa para la gestión de las ganancias y pérdidas por tenencia y también sobre el valor en riesgo en caso de incumplimiento de la contraparte.

16. El seguimiento del riesgo de crédito (de incumplimiento) es una función básica en todo sistema interno de información para la gestión. No obstante, en los bancos autorizados, dicho riesgo también está sujeto a auditoría y control por parte de las autoridades de supervisión. En los últimos años, los controles externos se han armonizado apreciablemente a nivel internacional ajustándose a las condiciones del Acuerdo de Basilea y, en Europa, a la directiva sobre el coeficiente de solvencia y la directiva sobre la adecuación del capital.

17. La directiva sobre el coeficiente de solvencia y la directiva sobre la adecuación del capital establecieron las normas sobre las reservas mínimas de capital que deben constituirse frente a una gran variedad de activos y sectores emisores que figuran en el balance general, respectivamente, en los libros de operaciones bancarias y bursátiles. En lo que se refiere a los instrumentos derivados, las normas toman como base el valor bruto de todos los contratos que según la cotización del día registren un valor de mercado positivo. Para poder aplicar este principio, deben acordarse las normas para la valoración de los contratos y los criterios que permitan considerar "cerrados" los contratos equiparados, de modo que éstos puedan compensarse entre sí y deducirse de las cifras brutas.

18. La cancelación bilateral de los contratos exactamente equiparados se ha considerado por mucho tiempo como un reflejo del hecho de que una posición se encuentra efectivamente cerrada, pero, en los últimos años, las autoridades han aceptado criterios más amplios para la cancelación bilateral de posiciones en instrumentos derivados en virtud de los llamados derechos legales de compensación. Éstos ofrecen a las instituciones participantes el derecho de cancelar mutuamente sus posiciones bilaterales resultantes de una gama previamente establecida, pero bastante amplia, de instrumentos derivados, lo que reduce, por ende, sus coeficientes de capital para dar cumplimiento a la directiva sobre el coeficiente de solvencia y la directiva sobre la adecuación del capital.

19. Los acuerdos de cancelación mutua ofrecen la posibilidad de reducir apreciablemente el monto total de los activos ponderados en función del riesgo que determina el capital que tiene a su disposición el banco para cubrir el riesgo de crédito, pero la cancelación mutua cuando no se trate de contratos equiparados no implica necesariamente el cierre de las posiciones, ya que las posiciones bilaterales pueden seguir expuestas al riesgo de mercado. En otras palabras, existe la posibilidad de que una posición bilateral entre dos partes en la que los activos y pasivos estén exactamente equiparados en una fecha dada, y por consiguiente no exista ningún riesgo de crédito actual, se desequilibre en el futuro debido a la evolución del precio de mercado y deje a las dos partes vulnerables a los efectos de la revaloración y, por ende, expuestas a un riesgo de crédito futuro.

20. En este contexto, la cancelación mutua no debe confundirse con la compensación que se describe en la sección 2. La primera se refiere exclusivamente a la gestión del riesgo de crédito mientras que la segunda se utiliza para contener o eliminar el riesgo de mercado. Sólo cuando se eliminan los riesgos de crédito y de mercado se puede producir un cierre efectivo de los contratos.

21. No obstante, el creciente uso y aceptación de los acuerdos bilaterales, y multilaterales en menor escala, para la cancelación mutua refuerza la opinión de que los contratos amparados por esos acuerdos efectivamente tienen valor en el mercado. Haciendo a un lado los contratos equiparados que se compensan entre sí, la aplicación del principio de cancelación mutua bilateral exige que las autoridades de supervisión y los participantes en el

mercado tengan plena confianza en que los instrumentos que poseen tienen valor actual y que éste se puede medir en forma fiable.

22. La evolución de la teoría con respecto a la valoración puede estudiarse observando las leyes de supervisión promulgadas recientemente. La directiva sobre el coeficiente de solvencia, que entró en vigor en 1991, estableció un criterio doble para la medición de la exposición al riesgo de crédito. En ese momento, la base primordial para la medición del riesgo de crédito, denominado "riesgo inicial", se calculaba en función del valor hipotético del contrato. La directiva sobre el coeficiente de solvencia, sin embargo, estipuló la posibilidad de realizar un cálculo alternativo basado en el valor de mercado o el costo de reposición, y, en una enmienda introducida en directiva en 1996, el método del costo de reposición cobró mayor importancia. El método del riesgo inicial podría seguir utilizándose para las posiciones del libro de operaciones bancarias pero, en el Reino Unido al menos, sólo con el consentimiento expreso del respectivo supervisor. En la actualidad, normalmente se supone que debe emplearse el método del costo de reposición y, en el caso de determinados instrumentos y todos los contratos que figuran en el libro de operaciones bursátiles debe utilizarse ese método.

23. Por consiguiente, las autoridades de supervisión han adquirido una nueva función de control y vigilancia de las prácticas de valoración de sus instituciones. En los casos en que el método de valoración de un instrumento es complejo, como ocurre con muchos productos del tipo de las opciones, debe solicitarse la aprobación del método por parte de la autoridad supervisora. Este proceso ha facilitado la armonización en este ramo de la actividad y, lo que es más importante, está minimizando las posibilidades de que las dos partes de un contrato le asignen un valor fundamentalmente distinto. Cuando se logra ese objetivo, puede decirse que el contrato tiene un valor de mercado aceptado por las dos partes.

Sección 4: Evaluación del principio de compensabilidad

24. Las descripciones de la compensación que figuran en la sección 2 ofrecen un punto de partida para evaluar la utilidad del principio formulado en el SEC 95. Como ya se dijo, la compensación puede tener funciones equivalentes a las de un mercado secundario y la cercanía de esta equivalencia normalmente permitirá fijar una base para la determinación del valor de mercado.

25. En el cuadro A se comparan las características fundamentales de algunos tipos de transacciones posibles. Las transacciones se agrupan de acuerdo con su semejanza a las operaciones puras del mercado secundario, considerando sus efectos sobre el riesgo de crédito y el riesgo de mercado, y si la transacción causa o no el cierre de un contrato. La principal conclusión que se deduce es que no existe una clara división entre la negociabilidad y la compensabilidad: las transacciones de compensación comprenden una serie de características que se superponen entre sí con la característica común de que se transfiere a un tercero el riesgo de mercado relacionado con el contrato.

CUADRO A. POSIBILIDADES DE NEGOCIABILIDAD

	Tipo de transacción	Riesgo de crédito	Riesgo de mercado	¿Produce el cierre del contrato?	Base de la valoración de mercado
1	Venta del contrato directamente en un mercado secundario.	Se transfiere a un tercero.	Se transfiere a un tercero.	Si	Cotización del mercado.
2	Contratos de compensación adquiridos en una bolsa organizada a través de un solo corredor.	Se transfiere a un tercero.	Se transfiere a un tercero.	Si	Las opciones según la cotización del mercado; otros valores según el precio de mercado del activo subyacente.
3	Contratos de compensación adquiridos en una bolsa organizada a través de dos corredores distintos.	Protegido mediante depósito de garantía.	Se transfiere a un tercero.	No	Las opciones según la cotización del mercado; otros valores según el precio de mercado del activo subyacente.
4	Contratos de compensación adquiridos en mercados extrabursátiles y con garantía de activos.	Protegido mediante garantía de activos.	Se transfiere a un tercero.	No	Se derivan del precio de mercado del activo subyacente.
5	Contratos de compensación adquiridos en mercados extrabursátiles sin garantía de activos.	Se mantiene el riesgo inicial.	Se transfiere a un tercero.	No	Se derivan del precio de mercado del activo subyacente.
6	Contrato adquirido para el cual no se dispone de compensación inmediata.	Se mantiene el riesgo inicial.	Se mantiene el riesgo.	No	Indefinido en caso de que el precio de mercado del activo subyacente sea en sí incierto.

26. El cuadro confirma que la delimitación de la categoría de activos financieros según el hecho de que se negocien en los mercados bursátiles o en los mercados extrabursátiles no resulta adecuada para los instrumentos derivados. Cuando se realizan transacciones con una bolsa (ejemplo 3) no siempre se logra el cierre de los contratos mutuamente compensados y, en esta situación, los mecanismos de protección contra el riesgo de crédito podrían surtir efectos equivalentes a los de los mecanismos de constitución de reservas que actualmente están apareciendo en el mercado extrabursátil (ejemplos 3 y 4). Además, las bases para la medición del valor de mercado de los instrumentos negociados en mercados extrabursátiles no siempre son uniformes. Mientras que algunos contratos (más concretamente las opciones) se cotizan en forma directamente análoga a la del mercado secundario, el valor actual de mercado de los contratos de futuros se deriva, entre otros factores, del precio a futuro al que se cotiza el activo subyacente.

27. Con base en lo anterior, el uso de la compensación en los mercados extrabursátiles no se considera diferente, en su forma o en sus efectos, a la que se practica en las bolsas organizadas. Los precios de los contratos y el valor de las tenencias que figuran en el balance general se fijan aplicando métodos que se derivan, entre otras cosas, del precio al que se cotizan los títulos-valores subyacentes. En el caso de los contratos nuevos, esto se puede realizar mediante la cotización en un mercado competitivo mientras que, en el caso de los contratos vigentes, los principios de valoración están sujetos a auditoría externa por parte de las autoridades de supervisión. En todo caso, las presiones del mercado y regulatorias apuntan hacia la formación de un solo precio. Resultan de mucha ayuda para este proceso las innovaciones del mercado encaminadas a reducir o eliminar los aspectos de los contratos extrabursátiles que son más difíciles de valorar. El uso de garantías en activos para eliminar el riesgo de crédito es un ejemplo obvio. La adopción de acuerdos estándar de aceptación internacional también simplifica la valoración al crear un marco legal normalizado.

28. Por consiguiente, las limitaciones para que la compensabilidad sirva como guía del valor de mercado parecen depender más de factores prácticos que teóricos. Si un contrato no se puede compensar en el mercado, ya sea porque no existen contrapartes que estén dispuestas a hacerlo o por que la forma y el propósito del contrato sean inadecuados, las bases para atribuirle un valor de mercado parecerían endebles. Esto puede suceder en caso de que el mercado del instrumento subyacente cubierto por el instrumento derivado sea de por sí ilíquido. Ello podría significar que, en el mejor de los casos, el valor en el balance general del instrumento derivado es incierto, pero también podría significar que los umbrales fundamentales, por ejemplo, el precio de ejercicio en el caso de una opción, efectivamente no son observables.

29. Para la gran mayoría de los contratos de instrumentos derivados extrabursátiles estos factores no revisten importancia. Por ejemplo, en el caso de un *swap* de tasas de interés las condiciones de los pagos y los cobros se fijan de modo que haya un equilibrio entre los costos para las partes o los beneficios que éstas piensan obtener utilizando información del mercado sobre las tasas de interés previstas para el futuro. En las operaciones de intervención, esto

normalmente significará que las dos partes le asignan un valor de cero al *swap*. A medida que cambian las expectativas del mercado con respecto a las tasas de interés futuras, cambiará el flujo de caja descontado que se espera recibir en el futuro en relación con el contrato y el *swap* pasará a ser considerado como un activo por una parte y un pasivo por la otra. Si, en este momento, la segunda decide compensar su riesgo de mercado, suscribirá un nuevo contrato de *swap* con nuevas condiciones que reflejen nuevas expectativas del mercado y este nuevo contrato tendrá también en este caso un valor de mercado igual a cero. Los dos contratos resultantes no serán idénticos, ya que el primer contrato seguirá registrándose como un pasivo en el balance general. El segundo contrato de *swap* congela efectivamente la pérdida resultante del primer contrato si se liquida a la cotización vigente en el mercado, pero se ha eliminado la posibilidad de ganancias o pérdidas en el futuro porque se ha compensado el riesgo de mercado correspondiente a lo que resta del contrato.

30. Un ejemplo inverso podría ser el caso de un instrumento derivado que tenga por objeto proporcionar cobertura frente al riesgo de crédito. Éste es un contrato que se activa cuando se produce un hecho en el mercado, a menudo el incumplimiento de una de las partes más que la variación de los precios. Un caso común es que un prestamista adquiera una opción para garantizar el rendimiento que espera obtener de un préstamo. Si el prestamista posteriormente desea cancelar la opción de incumplimiento, debe plantearse si el contrato tiene valor de mercado o si es negociable o compensable en el mercado. Esta cuestión es compleja, pero, en rigor, depende de las limitaciones prácticas de la compensación para amparar el riesgo de que se produzca un hecho. En su forma, el contrato se parece más a un seguro (véase el SCN 1993, capítulo 6.135) en el que el riesgo de que se produzca un hecho se controla principalmente mediante su mancomunación.

Sección 5: Resumen y conclusiones

31. Los instrumentos financieros derivados son contratos bilaterales suscritos entre las partes con el objeto de transferir riesgos. Comúnmente no son instrumentos al portador, pero en la práctica se negocian en mercados líquidos porque las partes son libres de celebrar contratos compensatorios que neutralizan exactamente los riesgos de mercado que asumen. En los mercados bursátiles, los contratos son normalizados y la presencia de una cámara de compensación central permite el cierre de los contratos equiparados que se compensan entre sí. En las operaciones extrabursátiles, el cierre de los contratos es menos común ya que generalmente la compensación la realizará un tercero, de modo que a menudo se mantiene la exposición al riesgo de crédito (o de incumplimiento).

32. En el presente documento se han descrito diversas formas en que se realiza la compensación en el mercado. Se ha explicado que, en ciertas circunstancias, la adquisición de un contrato compensatorio puede cumplir una función equivalente a la de las operaciones del mercado secundario. Además, se ha demostrado que no se puede trazar una línea divisoria clara entre las transacciones que satisfacen esta equivalencia y otras formas de compensación en las que las partes siguen expuestas al riesgo de crédito.

33. En el documento se ha supuesto que existe una relación directa entre la negociabilidad y el valor de mercado y, por extensión, se ha aducido que para poder realizar una compensación en el mercado también se requiere la posibilidad de atribuir un valor actual. Se cita el uso que se hace de la valoración al precio vigente en el mercado o al costo de reposición en el seguimiento y la gestión del riesgo de crédito como evidencia de que un amplio espectro de contratos, negociados en bolsa o en forma extrabursátil, tienen valor y deben ser incluidos en la categoría de activos financieros.

34. La posibilidad de compensar el riesgo en el mercado es, pues, un principio fundamental para asignar valor de mercado a los productos de transferencia de riesgos. La imposibilidad de compensación puede deberse a la falta de contrapartes que estén dispuestas a hacerlo, lo que a su vez podría ser un reflejo de la iliquidez del mercado del instrumento subyacente, y por ende, de la falta de algún medio fiable de asignarle valor, o podría obedecer a rigideces jurídicas o institucionales que imposibilitan la realización de esas actividades. Los instrumentos contingentes bilaterales, como las garantías personales y muchos tipos de seguros, probablemente caigan dentro de esta excepción. En esos casos, el riesgo garantizado o asegurado está relacionado con el hecho de que algo ocurra a la contraparte (por ejemplo, un seguro de vida) de modo que el comprador no es libre de revender o compensar los derechos que le confiere el contrato y no tiene más recurso que cancelar su contrato con el emisor.

35. Obviamente, los casos ambiguos seguirán requiriendo mucha atención. El actual crecimiento acelerado del mercado de los instrumentos derivados para la cobertura del riesgo de crédito ofrece un ejemplo importante. Habrá que examinar esos productos individualmente, pero cuando éstos se estructuran con el fin de amparar un suceso concreto de la contraparte, por ejemplo, el incumplimiento de A en el reembolso de un préstamo a B, es improbable que B pueda vender los derechos que le confiere el contrato a un tercero o compensarlos.

36. En conclusión, el análisis realizado en el presente documento corrobora la ampliación de la directriz del SCN 1993 en el SEC 95 a fin de incluir los instrumentos derivados en la categoría de activos financieros. Por consiguiente, se recomienda que, en el texto correspondiente del SCN 1993, se añada a la negociabilidad el criterio de "compensabilidad en el mercado" como una opción más.

APÉNDICE III. INSTRUMENTOS A PLAZO EXTRABURSÁTILES

1. En este apéndice se examinan los instrumentos a plazo extrabursátiles, es decir, aquellos que no se negocian en bolsas organizadas. Los instrumentos a plazo negociados en bolsas organizadas se conocen con el nombre de futuros.
2. El SCN 1993 prescribe un tratamiento distinto para los instrumentos a plazo y los futuros. Los instrumentos a plazo no se consideran activos financieros porque no se negocian en el mercado, no tienen una valoración de mercado y se refieren únicamente a transacciones futuras. Por lo tanto, no se incluyen ni en la cuenta financiera del SCN 1993 ni en el balance general. En cambio, los futuros son activos financieros porque se negocian en bolsas organizadas y tienen una valoración de mercado.
3. Los argumentos para dar el tratamiento de activos financieros a los instrumentos a plazo, como los futuros, son los siguientes:
 - Conceptualmente, los instrumentos a plazo y los futuros son muy parecidos. Ambos 1) son contratos de cumplimiento obligatorio y no sujetos a contingencias, que entrañan derechos y obligaciones económicos concretos entre unidades institucionales, 2) tienen un valor económico medible, 3) su valoración se determina de un modo semejante, 4) dan origen a pagos entre unidades institucionales en el momento de su liquidación y 5) desempeñan funciones semejantes.
 - En la práctica, la distinción entre los futuros negociados en bolsa y los instrumentos a plazo extrabursátiles resulta difícil de establecer y a veces es arbitraria porque muchos instrumentos a plazo son negociables en mercados muy parecidos a una bolsa organizada. Además, la costumbre comercial suele equiparar las transacciones en futuros con las de los instrumentos a plazo; las empresas financieras con frecuencia cubren sus posiciones en futuros negociados en bolsa mediante instrumentos a plazo extrabursátiles, y viceversa. El registro de un futuro negociado en bolsa como un activo financiero sin registrar su correspondiente instrumento a plazo extrabursátil sesgará los balances sectoriales y posiblemente genere estimaciones excesivamente variables de los flujos.
 - La valoración de los dos instrumentos se parece pero no es idéntica: en principio, ambos valores se derivan de la diferencia entre el precio contractual (de ejercicio) y el precio de mercado vigente (o previsto) del día de su liquidación, multiplicada por el monto del principal, con el descuento que corresponda. No obstante, en la práctica, los contratos de futuros probablemente se revaloren y liquiden en forma diaria, de modo que lo importante es el precio de la revaloración anterior y no el precio contractual.

- Desde el punto de vista institucional, las entidades que formulan las normas internacionales de contabilidad y las autoridades de supervisión de bancos han dado a los instrumentos a plazo un trato cada vez más parecido al de los activos financieros. Cada vez se exigirá más, dependiendo de la reglamentación nacional, que el valor económico de los instrumentos a plazo se refleje en los estados contables de las empresas. Además, las normas internacionales sobre suficiencia del capital de los bancos que promulgó el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria ya incluyen implícitamente el valor económico de los instrumentos a plazo.
- Desde el punto de vista económico, los instrumentos a plazo son instrumentos financieros que poseen un valor económico importante que da origen a transacciones económicas de una cuantía significativa.

4. La designación tradicional de los instrumentos a plazo u otros instrumentos como “no incluidos en el balance general”, utilizada en algunos países, no significa que éstos no tengan valor. Un instrumento a plazo no incluido en el balance general tiene dos componentes: una parte que entrega efectivo u otros instrumentos financieros y la otra que recibe efectivo u otros instrumentos financieros. El valor bruto de cada componente puede ser apreciable: por ejemplo, un banco británico podría ser parte de un contrato a plazo por el que se compromete a entregar 10 millones de dólares de EE.UU. a cambio del equivalente en marcos alemanes. No obstante, si 1) los ingresos y pagos brutos son iguales al momento de firmarse el contrato y 2) la costumbre nacional no reconoce las variaciones que sufra el valor de cada componente antes de su liquidación (en este caso, las variaciones del tipo de cambio), se interpreta que el valor neto equivale a cero y no hace falta incluir el instrumento a plazo en el balance general del banco.

5. No obstante, si bien los instrumentos a plazo pueden considerarse como instrumentos no incluidos en el balance general, comúnmente puede asignarse un valor económico a las variaciones que sufra el valor de cada componente antes de la liquidación y que afecten el valor económico neto del instrumento a plazo. Los organismos contables y regulatorios cada vez exigen más a las entidades que en sus balances generales queden recogidos los valores económicos netos de los instrumentos a plazo.

APÉNDICE IV. DEFINICIONES DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

En el presente apéndice se presentan las definiciones de instrumentos financieros derivados adoptadas por el Banco de Pagos Internacionales y el Grupo de los Treinta.

Banco de Pagos Internacionales

Como parte de la creación de un sistema de declaración de los instrumentos derivados², el BPI presentó una definición.

“Un instrumento financiero derivado es un contrato cuyo valor depende de los precios de los activos subyacentes, pero que no requiere una inversión de capital en esos activos. Por tratarse de un contrato entre dos partes que se comprometen a intercambiar pagos basados en precios o rendimientos subyacentes, es innecesario el traspaso de la propiedad del activo subyacente o de los flujos de caja”.

En una nota al pie de la anterior definición se describen los principales tipos de instrumentos derivados.

“Existen dos clases generales de instrumentos derivados: los contratos con características de instrumentos a plazo y los contratos con características de opciones. Los contratos a plazo implican una transferencia de doble vía del riesgo y, por convención del mercado, su valor de mercado inicial es cero (lo que permite a las partes asumir riesgos potenciales sin efectuar pagos en efectivo por adelantado). Las opciones implican una transferencia del riesgo en un solo sentido por la cual el emisor de la opción recibe un pago en efectivo por adelantado (prima de la opción) equivalente al valor previsto, al momento de firmarse el contrato, del pago que reportará la opción. Esta prima puede ser una pequeña fracción del pago que podría reportar la opción, lo que podría proporcionar al comprador de la opción un considerable apalancamiento.”

Grupo de los Treinta

El Grupo de los Treinta, un grupo privado de consulta, presentó una definición en un estudio sobre las costumbres comerciales y su regulación.

“En general, una transacción en instrumentos derivados es un contrato cuyo valor depende (o se “deriva”) del valor de un activo subyacente, una tasa de referencia o un índice. El presente estudio se centra en los instrumentos derivados extrabursátiles de alcance mundial —los contratos que se negocian privadamente y son suministrados directamente por los corredores a los usuarios finales, a diferencia de los contratos normalizados (como los futuros) que se venden en las bolsas. Los principales instrumentos derivados extrabursátiles son los *swaps*,

²Véase BPI, Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets. (Basilea: febrero de 1995).

los instrumentos a plazo y las opciones, que se basan en las tasas de interés, las cotizaciones de las monedas, las acciones y los productos básicos.”

Además señala que, “algunos analistas utilizan el término ‘derivado’ para referirse a una amplia variedad de instrumentos de deuda cuyas características de pago dependen de instrumentos derivados incorporados en ellos, poseen características de opciones, o se crean tras el “desmantelamiento” de determinados componentes de otros instrumentos, como el principal o los pagos de intereses”.

ÍNDICE Y GLOSARIO

Los números que figuran en este índice corresponden al número del párrafo del texto principal.

A

Asset Swap. *Swap* de activos: Párrafo 59 Intercambio de flujos de caja provenientes de activos.

B

Barrier options. Opciones barrera: Párrafo 61 Opción que sólo se ejerce en caso de que el precio del activo financiero llegue a un nivel preestablecido.

Black Scholes options pricing model. Modelo Black Scholes de determinación del precio de las opciones: Párrafo 43 Fórmula matemática empleada para valorar opciones.

C

Call option. Opción de compra: Párrafo 22 Opción que brinda al propietario el derecho, pero no la obligación, de comprar un activo subyacente.

Cap. Contrato de garantía de tasa máxima (*cap*): Párrafos 22, 64 Opción por la que se fija un tope para la tasa que se debe pagar por un activo financiero subyacente. Comúnmente este tipo de opciones se refieren a tasas de interés. Al adquirir una opción de garantía de tasa máxima el comprador se protege del aumento de las tasas de interés. Si, en la fecha de liquidación, el precio o la tasa de mercado es mayor que el acordado en el contrato (precio de ejercicio), el emisor paga al comprador la diferencia entre el precio de mercado y el precio contractual, multiplicada por el valor hipotético del principal.

Caption. Opción sobre un contrato de garantía de tasa máxima (*caption*): Párrafos 22, 64 Opción de compra de un contrato de garantía de tasa máxima.

Collar. Contrato de garantía de tasa máxima y mínima (*collar*): Párrafos 22, 64 Combinación de la compra de una opción de tasa máxima (*cap*) y la venta de una opción de tasa mínima (*floor*), por la que se fija un límite a las oscilaciones del precio del activo subyacente. Comúnmente las opciones de tasa máxima y mínima se refieren a tasas de interés. También suelen denominarse “pasillos” (*corridor*).

Collateral. Garantía de activos: Párrafos 35-6, 76, 82-3, 86-7 Activo, generalmente financiero, que una parte suministra a la otra para reducir el riesgo de crédito que esta última asume.

Commodity future. Futuro sobre productos: Párrafos 17-8, ejemplos 3-4 Contrato negociado en una bolsa organizada, en el que las partes se comprometen a comprar o vender una cantidad determinada de un producto a un precio contractual (precio de ejercicio) en una fecha determinada.

Commodity option. Opción sobre productos: Párrafo 22 Contrato de opción que brinda al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una cantidad determinada de un producto a un precio contractual (precio de ejercicio) en una fecha determinada o antes de una fecha determinada.

Commodity swaps. *Swap* de productos básicos: Párrafo 22 Intercambio de dos corrientes de pago. Una corriente de pago representa el precio actual de entrega inmediata y la otra el precio contractual acordado (precio de ejercicio) de una determinada cantidad de un producto específico de determinada calidad. Las liquidaciones suelen realizarse mediante un pago neto en efectivo.

Contingent instruments. Instrumentos contingentes: Párrafo 24 Contratos financieros que no dan origen a una obligación incondicional de efectuar pagos o de suministrar otros objetos de valor. La principal característica de los instrumentos contingentes es que la realización de una transacción financiera está supeditada al cumplimiento de una o más condiciones. Los contratos por sí solos pueden no tener un valor económico transferible.

Credit Default Swap. *Swap* de riesgo de incumplimiento del deudor: Párrafo 74 Instrumento de crédito derivado en el que las partes intercambian —en forma continua— la prima de riesgo implícita en la tasa de interés de uno o varios bonos o préstamos por un pago en efectivo en caso de incumplimiento del deudor.

Credit Derivative. Instrumento derivado sobre créditos: Párrafos 72-6 Instrumento financiero derivado cuyo principal objetivo es el intercambio del riesgo de crédito.

Credit-linked note. Pagaré vinculado con créditos: Párrafo 75 Instrumento derivado incorporado a otro instrumento en el que se combinan un bono ordinario y un instrumento derivado sobre créditos.

Credit (or counterparty) risk. Riesgo de crédito (o de contraparte): Párrafos 15, 35, 47, 72, 83 Riesgo de que la entidad contra la que se tiene un crédito financiero incurra en incumplimiento.

Cross-Currency Interest Rate (Currency) swap. *Swap* cruzado de divisas e intereses: Párrafos 9, 21, 58, 66-7 Intercambio de determinadas cantidades de dos monedas distintas, con igual valor actual neto, en el que los reembolsos posteriores, tanto en lo que respecta a los flujos de intereses como a los flujos de principal, se efectúan de conformidad con reglas preestablecidas.

D

Direct investment. Inversión directa: Párrafos 88-90 Categoría de la inversión internacional en la que una entidad residente en una economía adquiere una participación duradera en una empresa residente en otra. Se establece una inversión directa cuando el residente de una economía posee más del 10% de las acciones ordinarias o de los votos en una empresa constituida en sociedad, o su equivalente en una empresa no constituida en sociedad. Una vez establecida la inversión, todas las transacciones entre las empresas filiales, constituidas o no en sociedad, son transacciones de inversión directa. Se exceptúan las transacciones entre intermediarios financieros, que se limitan a la deuda de carácter permanente (capital obtenido por medio de préstamos que representa una participación de carácter permanente) y a la inversión en acciones y otras participaciones de capital (capital accionario). Las demás transacciones sobre títulos-valores realizadas por intermediarios financieros se clasifican como inversión de cartera.

E

Economic benefits. Beneficios económicos: Párrafo 25 Beneficios que se obtienen, generalmente en forma de un aumento del bienestar, como resultado de transacciones consensuales entre entidades independientes, y de la tenencia de activos reales y financieros.

Economic value. Valor económico: Párrafos 48, 52 Valor que las entidades asignan a los recursos, representado por el precio al que los compradores y vendedores independientes entre sí están dispuestos a negociarlos en una transacción consensual. En el SCN 1993 y el *MBP5* se considera que el precio de mercado es el mejor indicador del valor económico.

Equity option. Opción sobre acciones u otras participaciones de capital: Párrafo 22 Opción que brinda al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una acción o participación de capital, una cesta de acciones o participaciones de capital, o un índice bursátil, a un determinado precio contractual (precio de ejercicio) en una fecha determinada o antes de una fecha determinada.

Equity swap. *Swap* de acciones u otras participaciones de capital: Párrafo 20 Transacción en la que una de las partes intercambia una tasa de rendimiento vinculada con una inversión accionaria por la tasa de rendimiento de otra inversión accionaria (como en el caso del intercambio de tasas de rendimiento de diferentes índices bursátiles), o por la tasa de

rendimiento de una inversión no accionaria, como una tasa de interés. Generalmente la transacción se liquida mediante un pago neto en efectivo.

Exercising a financial derivative. Ejercicio de un instrumento financiero derivado: Párrafos 16, 22, 23, 44, 49-53, 56, 62, Ejemplos 3, 5, 6, 10 En la liquidación final, el acto de realizar la transacción correspondiente a un instrumento financiero derivado, por ejemplo, la compra o venta del activo financiero, o la aceptación o realización de un pago neto en efectivo basado en un precio acordado en el contrato (precio de ejercicio) o en la diferencia entre dos precios de referencia.

Expiration date. Fecha de vencimiento: Párrafo 50 Último día en que se puede ejercer una opción.

F

Financial assets. Activos financieros: Párrafos 3, 4, 7, 8, 9, 12, 24-6, 30-1, 39, 40-1, 47-8, 51, 62, 64, 88-9, 91 Los activos financieros se definen en el SCN 1993 (párrafo 10.5) como activos en forma de 1) créditos financieros que se encuadran dentro de los límites de los activos financieros; 2) oro monetario; 3) derechos especiales de giro (DEG); 4) acciones de sociedades y 5) ciertas clases de instrumentos financieros derivados.

Financial asset boundary. Delimitación de la categoría de activos financieros: Párrafos 3, 4, 11, 24, 63, 89 Límite entre los contratos financieros que cumplen los requisitos para ser clasificados como activos financieros y los que no los cumplen.

Financial risk. Riesgo financiero: Párrafos 14-5, 18, 38-9 Riesgos implícitos en la tenencia y la negociación de activos y pasivos financieros.

Floor. Contrato de garantía de tasa mínima (floor): Párrafos 22, 64 Opción en la que se fija un límite mínimo a la tasa que se paga por un activo financiero subyacente. Comúnmente las opciones de garantía de tasa mínima se refieren a tasas de interés. Mediante la adquisición de una opción de garantía de tasa mínima el comprador se protege de un descenso de las tasas de interés. Si la tasa de mercado baja a un nivel inferior a la tasa o precio acordado en el contrato (precio de ejercicio), el emisor paga al comprador la diferencia entre el precio de mercado y el precio contractual, multiplicada por el valor hipotético del principal.

Foreign Exchange swaps. *Swap* de divisas: Párrafos 38, 66 Compra/venta de monedas y su simultánea venta/compra a plazo.

Forward-type contract. Contrato a plazo Párrafos 18-22, 31-2, 34, 36-9, 45-7, 49, 55, 59, 68, 72, 93, Ejemplo 10 Contrato en el que dos partes se comprometen a intercambiar una determinada cantidad de un activo —real o financiero— en una fecha determinada y a un

precio acordado (precio de ejercicio) o, en el caso específico de los contratos de *swap*, las dos partes convienen en intercambiar flujos de caja, determinados, por ejemplo, según el (los) precio(s) de monedas o tasas de interés, de conformidad con reglas preestablecidas. En rigor, las dos partes intercambian riesgos de igual valor de mercado. En la terminología mercantil suele emplearse las expresiones “a plazo” o “a término” (forward) para referirse a los contratos a plazo extrabursátiles, excluidos los *swaps*, por oposición a los que se negocian en bolsa.

Forward foreign exchange contracts. Contrato de cambio a plazo: Párrafos 21, 38, 66
Contrato a plazo en el que las partes se comprometen a negociar una cantidad determinada de divisas a un tipo de cambio acordado y en una fecha convenida.

Forward rate agreements. Acuerdo a futuro sobre tasas de interés (AFTI): Párrafos 8-9, 21, 38, 45, 58-65, 90, Ejemplo 2 Contrato a plazo en el que dos partes llegan a un acuerdo con respecto a una determinada tasa de interés que se pagará, en una fecha de liquidación determinada, sobre un monto hipotético de principal en una moneda y con un vencimiento específicos, que nunca se intercambia efectivamente. En el momento de la liquidación se efectúa un pago neto en efectivo equivalente a la diferencia entre la tasa de interés especificada y la tasa de interés vigente en el mercado, multiplicada por el monto hipotético del principal. Quién deberá pagar y quién recibirá el pago dependerá del hecho de que la tasa de interés vigente en el mercado sea mayor o menor que la tasa de interés pactada.

Futures. Futuros: Párrafos 4, 17-8, 21-2, 30-1, 37, 39, 62, 64 Ejemplo 11, 12 Contratos a plazo negociados en una bolsa organizada. Los contratos de futuros están muy normalizados para facilitar la creación de mercados líquidos.

G

Gross Market Value. Valor bruto de mercado: Párrafo 58 Medida del costo de reposición de un contrato de derivados financieros a los precios vigentes en el mercado. El valor puede ser positivo o negativo. El valor bruto de mercado se utilizó como medida del tamaño del mercado “mundial” de instrumentos derivados extrabursátiles en la encuesta de bancos centrales sobre la actividad del mercado de instrumentos derivados realizada por el BPI en 1995.

H

Hedging. Cobertura: Párrafo 14 Método de reducción del riesgo financiero mediante la adquisición de una posición en un instrumento que compense, parcial o totalmente, el riesgo que implica otra posición que ya se ha asumido o que se prevé asumir.

Holding gains and losses. Ganancias o pérdidas por tenencia (de activos): Párrafos 12, 27, 36, 62, 64 Ganancias o pérdidas nominales resultantes de cambios en el valor de mercado de un activo financiero mientras se encuentra en poder de un inversionista.

I

Illiquid. Ilíquido Apéndice II: Párrafo 28 Instrumentos que casi nunca se negocian (véase también “mercado líquido”).

Initial margin. Depósito inicial de garantía: Párrafo 28 Pago que se deposita por la adquisición de un contrato de derivados financieros. Este tipo de depósito de garantía se efectúa sobre todo en el caso de transacciones realizadas en bolsas organizadas, ya que la bolsa hace las veces de contraparte de todas las transacciones y exige un depósito inicial de garantía para protegerse del riesgo de incumplimiento de sus contrapartes.

Interest rate swaps. *Swap* de tasas de interés: Párrafos 8-9, 12, 21, 38, 59-65, 67, 90 Los *swaps* de tasas de interés implican el intercambio de flujos de caja correspondientes a intereses pagados o recibidos sobre un monto hipotético de principal en una determinada moneda durante un período determinado. Por ejemplo, se intercambian pagos basados en una tasa de interés variable por pagos basados en una tasa de interés fija. Comúnmente, en cada fecha de liquidación, una de las partes contratantes efectúa un pago neto en efectivo a la otra por el equivalente de la diferencia entre la tasa de interés variable y la tasa de interés fija, multiplicada por el monto hipotético de principal.

Institutional sector. Sector institucional: Párrafo 80, 92 Para los efectos del sistema de cuentas nacionales, las unidades institucionales que son residentes de la economía se agrupan en cinco sectores mutuamente excluyentes: sociedades no financieras, sociedades financieras, unidades del gobierno, instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, y hogares. Las unidades institucionales residentes en el extranjero se incluyen en el “resto del mundo”.

L

Leverage. Apalancamiento: Apéndice IV Acceso a la totalidad de los beneficios derivados de la tenencia de una posición en un activo financiero sin haber tenido que pagar la totalidad del precio de compra.

Liquid market. Mercado líquido: Párrafo 6 Mercado en el que un agente por sí solo puede realizar transacciones rápida y eficientemente sin que, en circunstancias normales, se altere significativamente el precio vigente en el mercado. Son características de un mercado líquido la existencia de un diferencial pequeño entre los precios de compra y de venta y la posibilidad de negociar en grandes cantidades.

Long term. Largo plazo: Párrafo 92 En lo que se refiere a los activos y pasivos financieros, el SCN 1993 define el largo plazo como un plazo de vencimiento original mayor de un año, o de dos años para ajustarse a las prácticas nacionales.

M

Marked to market. Liquidación de posiciones: Párrafo 86, Ejemplo 4 Revaloración del precio de un activo o pasivo financiero al precio vigente en el mercado.

Market price. Precio de mercado: Párrafos 9, 16, 18, 20, 25, 28-9, 37-8, 40, 45, 47, 51-2, 54, 56-7, 64, 70 Suma de dinero que un comprador paga por un bien a un vendedor en una transacción consensual entre partes independientes entre sí, que efectúan el intercambio por motivos puramente comerciales.

Market risk. Riesgo de mercado: Párrafos 6, 72, 76, 93 Riesgo derivado de la tenencia de un activo financiero cuyo precio puede oscilar debido a variaciones de la situación general del mercado.

N

Net cash settlement payments. Liquidación mediante un pago neto en efectivo: Párrafos 8-9, 20, 50, 59, 60-2, 64, 67 Pago en efectivo que efectúa una de las partes, al ejercer un instrumento financiero derivado, para cumplir con sus obligaciones netas frente a la otra parte.

Net negative value. Valor neto negativo: Párrafo 47 Saldo deudor equivalente al valor descontado de los pagos netos devengados en un contrato de derivados financieros.

Net positive value. Valor neto positivo: Párrafo 47 Saldo acreedor equivalente al valor descontado de los ingresos netos devengados en un contrato de derivados financieros.

Net present value. Valor actual neto: Párrafos 45-7, 62, Recuadro 2 El valor actual neto de un instrumento financiero es el valor descontado de los ingresos netos que se espera recibir en el futuro (es decir, los ingresos brutos menos los pagos brutos) en relación con el instrumento en cuestión.

Nonrepayable margin. Depósito de garantía no rembolsable: Párrafos 82, 86-7, Ejemplo 12 Depósito en dinero o garantía real que se constituye para reducir o cumplir una obligación financiera: la entidad que efectúa un depósito de garantía no rembolsable transfiere la propiedad del depósito o la garantía en cuestión, así como los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad, tales como los dividendos, cupones y/o intereses que pague el deudor.

Notional amount. Monto hipotético: Párrafos 45, 59 Monto del principal en un contrato de derivados financieros necesario para calcular los pagos que deben efectuarse o recibirse pero que no es en sí mismo objeto de intercambio.

O

Offsetability on the market. Compensabilidad en el mercado: Párrafos 6-7, 15, 32, 89 Posibilidad de negociar determinados riesgos financieros por sí solos en los mercados financieros. Se dice que un instrumento financiero derivado que facilita dicha negociación pero que no puede ser negociado por sí mismo es “compensable en el mercado”.

Option. Opción: Párrafos 4, 19, 22-3, 28, 30-1, 34, 37, 39, 42-4, 49, 50, 56-7, 58, 62, 64, 73, 75, 77, 93, Ejemplos 1, 8 Contrato que da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) al emisor de la opción un activo subyacente determinado —real o financiero— a un precio acordado en el contrato (precio de ejercicio) en una fecha determinada o antes de una fecha determinada.

Option premium. Prima de una opción: Párrafos 22, 30, 49, 57 Pago efectuado por el comprador de la opción al emisor de la opción. El valor de la prima de la opción, al momento de su emisión, es igual al precio de mercado de la opción.

Option writer. Emisor de una opción: Párrafos 31, 42 Vendedor de un contrato de opción.

Organized financial derivatives exchanges (organized exchanges). Bolsas organizadas de instrumentos financieros derivados (bolsas organizadas): Párrafos 21, 23, 30, 35, 64, 82, 86 Mercado en que se negocian los contratos de derivados financieros, generalmente en forma normalizada. Para reducir el riesgo de crédito derivado de la negociación en bolsa, una cámara de compensación actúa como contraparte en todas las transacciones realizadas en bolsa y, a su vez, exige la constitución de un depósito o de una garantía de activos.

Other accounts receivable/payable, other. Otras cuentas por cobrar / por pagar, otras: Párrafos 57, 84, Ejemplo 8 Subcategoría del sistema de clasificación del SCN 1993 de activos financieros que incluye todos los ingresos y pagos no clasificados en otras secciones de las cuentas financieras.

Over-the-counter (OTC) financial derivatives. Instrumentos financieros derivados extrabursátiles: Párrafos 4-5, 8, 11, 30, 32-3, 35-6, 38, 47, 58, 64, 66, 82, 89, 93 Instrumentos financieros derivados en los que las transacciones tienen lugar fuera de una bolsa organizada (extrabursátil) y las realizan importantes agentes del mercado, como las instituciones financieras.

P

Position statement. Balance de situación: Párrafos 41, 44, 47, 51, 60, 67, 70-1, 80 Posición de los activos y pasivos en un momento determinado.

Portfolio investment. Inversión de cartera: Párrafos 88-9, 92 La inversión de cartera es una categoría de la inversión internacional que incluye la inversión en valores. En la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI los valores se definen como bonos y pagarés, instrumentos del mercado de dinero e instrumentos financieros derivados. La característica esencial de los instrumentos clasificados como inversiones de cartera es que son negociados o negociables.

Prevailing market price. Precio vigente en el mercado: Párrafos 9, 16, 20, 29, 38, 40, 51-2, 54, 64 Precio al que se negocian bienes iguales o semejantes en cantidades importantes, y en igualdad de circunstancias, a cambio de efectivo. Suele ser el precio cotizado en un mercado líquido.

Price discovery. Formación de precios: Párrafo 14 Proceso de determinación y de difusión del precio de mercado de un activo o pasivo, que ayuda a asignar los recursos en forma eficiente desde un punto de vista económico. En algunos casos, los instrumentos financieros derivados ayudan a la formación del precio de mercado futuro de un activo o pasivo.

Property income. Renta de la propiedad: Párrafos 8, 60, 62, 65, 67 Ingresos que perciben las unidades institucionales como resultado de su participación en procesos de producción, o de la posesión de activos que puedan necesitarse para la producción.

Put option. Opción de venta (put): Párrafo 22, Recuadro 1 Opción que ofrece al tenedor el derecho, pero no la obligación, de vender un activo subyacente.

R

Reference price. Precio de referencia: Párrafos 16, 20, 37, 44, 47, 50, 74 En el contexto del presente documento, el precio de referencia se refiere al precio del activo subyacente del cual se deriva el valor del instrumento financiero derivado (véase “activo subyacente”).

Repayable margin. Depósito de garantía reembolsable: Párrafos 82-5, 87 Depósito o garantía de activos que se constituye para proteger a una de las partes del riesgo de crédito relacionado con una posición en instrumentos financieros derivados, pero que sigue siendo propiedad de la entidad que constituye el depósito o la garantía. El depósito o garantía es reembolsable al depositante cuando éste liquida su posición en el instrumento financiero derivado. Si bien el uso del depósito o la garantía puede estar sujeto a restricciones, la entidad que constituye el depósito o la garantía sigue siendo propietaria de los mismos si

conserva los riesgos o beneficios inherentes a la propiedad, tales como el derecho a recibir del deudor dividendos, pagos de cupones y/o intereses.

Reserve assets. Activos de reserva: Párrafos 88-90 Categoría de la inversión internacional que comprende los activos externos bajo el control de las autoridades monetarias de los que éstas pueden disponer de manera inmediata para financiar directamente los desequilibrios de pagos, regular indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios a través de la intervención en los mercados de divisas a fin de influir sobre el tipo de cambio de la moneda, u otros fines. Los activos de reserva comprenden el oro monetario, los derechos especiales de giro (DEG), la posición de reserva en el FMI, los activos en divisas y otros activos financieros.

Risk category of financial derivatives. Categoría de riesgo de los instrumentos financieros derivados: Párrafo 93 Muchos agentes de mercado clasifican sus posiciones en instrumentos financieros derivados según el tipo de riesgo subyacente, siendo los tipos más comunes el riesgo de fluctuación de la tasa de interés, del tipo de cambio, de la cotización de acciones y otras participaciones de capital y del precio de los productos.

S

Securities other than shares. Valores distintos de acciones: Párrafos 88-9 Categoría del sistema de clasificación de activos financieros del SCN 1993 que incluye letras, bonos, certificados de depósito, efectos comerciales, obligaciones (debentures), instrumentos financieros derivados negociables y otros instrumentos similares que normalmente se negocian en los mercados financieros.

Short term. Corto plazo: Párrafo 90 En lo que se refiere a los activos y pasivos financieros, el SCN 1993 define el corto plazo como un plazo de vencimiento original igual de un año o menos, con un máximo de dos años para ajustarse a las prácticas nacionales.

Spread Option. Opción sobre diferenciales (de tasas de interés): Párrafo 73 Contrato de derivados financieros basado en el diferencial de las tasas de interés entre un crédito de alta calidad y un crédito de baja calidad.

Strike price. Precio de ejercicio: Párrafo 16 Precio acordado en un contrato de derivados financieros al que se efectúan las transacciones en el activo subyacente, en el caso de que éstas tengan lugar. También se denomina precio contractual.

Swaps: Párrafos 19, 20, 22, 55, 73 Contrato financiero derivado a plazo en el que dos partes convienen en intercambiar flujos de caja determinados según los precios de monedas o tasas de interés, por ejemplo, de conformidad con reglas preestablecidas.

Swaptions. Opciones sobre un *swap* (*swaption*): Párrafo 22 Contrato de opción que, de ejercerse, se convierte en un *swap*. Si se ejerce la opción, las partes intervinientes suscriben un *swap* o el comprador recibe una liquidación en efectivo correspondiente al valor de mercado de la prima.

T

Total return swap. *Swap* de rendimientos totales: Párrafo 73 Instrumento de crédito derivado en el que se intercambian flujos de caja y ganancias y pérdidas de capital relacionados con una obligación de menor calificación por flujos de caja relacionados con una tasa de interés garantizada, por ejemplo, una tasa interbancaria más un margen.

Trading gains and losses. Ganancias y pérdidas por operaciones: Párrafo 64 Ganancias y pérdidas derivadas de la negociación de activos y pasivos financieros.

U

Unconditional financial contract. Contrato financiero incondicional: Párrafo 20 Contrato en el cual los derechos y obligaciones de ambas partes son conocidos y no dependen de determinadas circunstancias o hechos.

Underlying item. Activo subyacente: Párrafos 14, 16-7, 20, 22, 30, 37, 38, 40, 42, 50, 64, Recuadro 1 En el presente documento, el término activo subyacente se emplea en un sentido general para referirse a todos los elementos que pueden servir como base para contratos de derivados financieros, entre ellos los productos básicos, los instrumentos financieros, las tasas de interés, los tipos de cambio, otros instrumentos derivados, un índice o una cesta de precios, o un diferencial entre dos precios.

V

Variation margin. Reposición de la garantía: Párrafos 56, 82 Suma que se paga durante la vigencia de un contrato de derivados financieros según la evolución de su precio. Cuando el precio de un contrato de derivados financieros evoluciona en forma desfavorable para una de las partes, y su saldo deudor aumenta, ésta debe actualizar el depósito de garantía. La reposición de garantías es más común en las transacciones que se realizan en bolsas organizadas, ya que la bolsa actúa como contraparte de todas las transacciones y exige que se actualicen las garantías para protegerse del riesgo de incumplimiento de sus contrapartes. En algunos mercados, la parte con un saldo neto deudor paga la reposición de la garantía a la contraparte que tiene un saldo acreedor neto, de modo que las obligaciones se liquidan en forma continua.

Volatility. Volatilidad: Párrafos 28, 42, 62, 79, Recuadro 1 Medida de la variabilidad del precio de un activo o pasivo financiero en un período determinado.

W

Warrants. Certificado para la compra de valores (*warrant*): Párrafos 23, 30 Instrumentos negociables similares a las opciones que brindan al tenedor el derecho de comprar al emisor del certificado, a un precio contractual (o de ejercicio) y durante un período determinado, una cantidad determinada del activo subyacente, por ejemplo acciones o bonos.