

ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES: COBERTURA Y ESPECULACIÓN

Leandro Fisanotti*

RESUMEN: Resulta ampliamente difundido que los instrumentos derivados constituyen un desarrollo histórico reciente en el ámbito de las finanzas. No obstante, el desarrollo histórico de los derivados financieros resulta extenso. Con antecedentes que se remontan a la Antigüedad, el mapa actual de estos instrumentos recoge la influencia de hechos y procesos económicos relevantes. La acción de los actores especulativos ha sido un motor del desarrollo de los derivados financieros a lo largo de su historia.

Palabras clave: derivados – mercados – especulación – cobertura – finanzas

ABSTRACT: It is widely accepted that financial derivatives are a recent financial development. However, historical development of financial derivatives is rather extent. With a history dating back to Ancient history, the current map of these instruments collect the influence of relevant economic facts and processes. The action of speculative actors has been an engine of development of financial derivatives along its history.

Keywords: derivatives – markets – speculation – hedging – Finance

1. Introducción

Resulta ampliamente difundido, entre el público en general, que los contratos derivados constituyen un desarrollo financiero reciente. Esta percepción encuentra incluso sustento en los textos más utilizados para el estudio de estos instrumentos en el ámbito académico. En la introducción a su obra “*Options, Futures and other Derivatives*”, Hull hace referencia a que “en los últimos 20 años los contratos derivados se han vuelto importantes en el mundo de las finanzas” (1999, pág. 1). Esto indicaría que su importancia aumenta a partir de finales de la década de 1970, con el desarrollo de los derivados sobre productos financieros.

En “Introducción a los mercados de futuros y opciones”, Hull señala nuevamente que los mercados derivados han cobrado una importancia cada vez mayor entre los profesionales de las finanzas (Hull, 2009). Aunque en este caso, Hull hace también mención a que los mercados de futuros se remontan a la Edad Media (2009, pág. 2).

Resulta indiscutible que los avances en el estudio de la valuación de los contratos derivados que se dieron en la década de 1970 permitieron que los mercados de

* Leandro Fisanotti es Licenciado en Administración (UNQ) y cursante de la Maestría en Finanzas (UNR). Docente de Ingeniería Financiera de los Derivados en la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano. E-mail: leandro.fisanotti@gmail.com

futuros y opciones cobren un impulso cada vez mayor. En dicho período se publicaron algunos de los trabajos más relevantes en esta área de las finanzas. En este sentido, se hace referencia a los trabajos de Fisher Black y Myron Scholes (1973) y Robert Merton (1973). Scholes y Merton fueron galardonados con el Premio Nobel de Economía en 1997 por este aporte (Black falleció en 1995, caso contrario hubiera estado con seguridad entre los laureados).

Además de la innegable relevancia de los avances académicos, debe considerarse también que los mismos se dieron en un momento histórico que también favoreció la difusión de la utilización de los instrumentos derivados. La salida del sistema monetario de cambios fijos – por la caída del orden de Bretton Woods – incrementó la volatilidad de los activos financieros y dio variabilidad a las cotizaciones relativas entre signos monetarios (Krugman & Obstfeld, 2006). De esta manera la gestión empresarial debió enfrentar nuevos riesgos en relación a los resultados de las explotaciones económicas y los instrumentos derivados colaboraron en su control.

En forma prácticamente simultánea, los mercados de *commodities* experimentaron un pico de volatilidad entre los años 1972 y 1975. El *boom* que vivieron las materias primas en este intervalo mostró precios que se multiplicaron hasta cinco veces (Cooper & Lawrence, 1975).

Más allá de los notables avances observados en los productos derivados disponibles durante las últimas décadas, vale mencionar que los derivados tienen una historia tan extensa como la escritura y el comercio. En el presente artículo se ofrece un breve repaso a lo largo del desarrollo histórico de los derivados financieros, una cronología marcada por las necesidades de cobertura de riesgos y la pujante actividad especulativa en los mercados.

2. Primeros antecedentes

La evidencia histórica indica que hacia el siglo XIX a.C., en la Mesopotamia, se celebraban contratos de venta a plazo (*forwards*) y operaciones de venta en corto de granos. Asimismo, se preservan escritos en cuneiforme sobre tablas de arcilla que demuestran que se utilizaban contratos de venta a plazo con opciones añadidas a éstos para financiar y gestionar los riesgos de transacciones de esclavos. Estos documentos, que se estima datan del año 1750 a.C. aproximadamente, incorporan una característica sumamente relevante para su negociación al incluir entre sus condiciones la posibilidad de que el derecho a recibir el producto de la misión comercial (los esclavos) pudiera ser transferido a terceros (Weber, 2010). Esto último representa un dato no menor, puesto que habilita la posibilidad de que algunos de los participantes del mercado no hayan tenido intención de perfeccionar la transacción mediante la recepción del activo subyacente, sino que simplemente aplicaban fondos al financiamiento de la empresa esperando luego obtener una ganancia de la cesión del derecho a recibir las “mercancías”. En otras palabras, el rol de estos

participantes del mercado era meramente especulativo, puesto que no contaba al momento de ingresar al mercado con una exposición a las variaciones en el precio que pudiera registrar el precio del activo subyacente. La transferibilidad de los contratos es un requisito *sine qua non* para la organización y desarrollo de mercados institucionalizados.

En la operatoria babilónica de estos primitivos derivados existían ya algunos rudimentos de elementos modernos del mercado. Los templos – que además de funciones vinculadas a la religión eran centros militares y comerciales – actuaban como depósitos de mercaderías, validaban calidades y cantidades de las entregas. A su vez, intermediaban los pagos actuando como un antecedente de las casas compensadoras al llevar a cabo un primitivo proceso de *clearing*. Para el siglo XV a.C., la utilización de estos contratos se había extendido a las transacciones comerciales de trigo realizadas entre Egipto y Creta, Chipre, las islas del Egeo, Asiria y pueblos hititas de Anatolia (Kummer & Pauletto, 2012).

Otro antecedente histórico, posiblemente uno de los más difundidos (y cuestionados), de la utilización de contratos semejantes a opciones está dado por la narración que hace Aristóteles de una exitosa operación especulativa realizada por el filósofo Tales de Mileto. Según se indica en el Capítulo IV del Libro I de Política, Tales – al prever una abundante cosecha de aceitunas – celebró en forma anticipada contratos con características propias a las opciones de compra modernas sobre los derechos de uso de las prensas para la extracción de aceite disponibles en Mileto y Quíos, enriqueciéndose luego con su venta tras cumplirse sus previsiones de producción olivícola.

Al analizar la evolución de la utilización de los derivados en transacciones comerciales que involucran la financiación de operaciones, gestión de riesgos y acciones especulativas, se considera que el uso de contratos a plazo estuvo ampliamente difundido en la Antigua Grecia y Roma, especialmente para la provisión de trigo egipcio que permitiera alimentar la creciente población (Weber, 2010).

Tras la caída de Roma, la evolución de los derivados encuentra un *impasse*, propio de las características de la economía medieval, para recobrar impulso durante el Renacimiento. Esto no quita la aparición, durante el Medioevo, de algunos avances que pueden considerarse antecedentes de características que siglos después serán claves en la operatoria de los derivados.

Aunque no puede determinarse con precisión el origen de la práctica (por aparecer probablemente en forma espontánea y no deliberada), en la Edad Media se operaba en ferias mediante un sistema centralizado de anotaciones en cuentas que contemplaba un proceso de compensación de posiciones y exposición a diferentes signos monetarios. En los tiempos de la Primera Cruzada (1095-1099), la ciudad de Génova se posicionaba como un importante nodo comercial con un dinámico puerto marítimo. Las ferias realizadas en esta ciudad atraían comerciantes de distintas locaciones próximas al Mediterráneo.

A fin de resolver el problema que implicaba la utilización de diferentes monedas, las ferias genovesas implementaron un sistema de pagos centralizados. Así, un foro arbitral determinaba los tipos de cambios aplicables y liquidaba las compras y ventas de los feriantes (Poitras, 2009). En un sentido práctico, esto guarda una estrecha relación con los procesos de *clearing* aplicados en mercados institucionalizados en la actualidad.

El desarrollo comercial de las ciudades-estado italianas y los Países Bajos a partir del siglo XII de nuestra era generó necesidades cada vez más complejas que llevaron a la implementación de nuevas modalidades transaccionales vinculadas a este tipo de contratos.

3. Renacimiento y siglos XVII y XVIII

Entre el siglo XII y XV, la ciudad de Brujas – sede de una de las cinco ferias de Flandes – fue el principal centro financiero de Europa¹, concentrando la negociación de una variedad de *commodities* (Weber, 2010).

Atendiendo al notable nivel de actividad alcanzado por Brujas, ya a finales del siglo XIII los Duques de Brabante adoptaron medidas para dar empuje al desarrollo comercial de Amberes. Las iniciativas se enfocaban en garantizar privilegios a mercaderes extranjeros, como ser la ausencia de requisitos de contratación de intermediarios locales (condición requerida para participar en transacciones en Brujas). Esta competencia entre mercados llevó a reducción de costos de transacción y una mayor afluencia de participantes mejoró la liquidez, condiciones que facilitarían el acercamiento de especuladores a la actividad (Poitras, 2009).

El apogeo de Brujas tuvo lugar durante el siglo XIV (Poitras, 2009). Hacia el siglo XV, Amberes contaba con un desarrollado mercado bursátil en el que se pactaban operaciones especulativas sobre cargamentos de granos aún embarcados o que arribarían a puerto en momentos futuros (Poitras, 2008).

Además, en el año 1531 se constituye en Amberes el primer mercado de concentración permanente de Europa. Anteriormente, Venecia mantenía una feria continua pero los restantes mercados de alcance similar tenían carácter itinerante (Gelderblom & Jonker, 2005). El siglo XVI marca la transición de ferias a mercados como principal modalidad comercial (Poitras, 2009, pág. 11).

El mercado de concentración de Amberes facilitaba la negociación de distintas mercancías (*commodities*) y la realización de operaciones cambiarias. Estas últimas alcanzaron un grado de sofisticación significativo – superior a las observadas en las ferias genovesas y otras relevantes de la época - y se pactaban contratos de características similares a los *swaps* modernos (Gelderblom & Jonker, 2005, pág. 192).

A lo mencionado en el párrafo anterior, se agrega que en esta ciudad belga se dan dos avances que resultaron clave para incrementar la participación de los

especuladores en el mercado. Por un lado, hacia el año 1540, un Decreto Real legalizó la transmisión de los contratos para entrega a plazo. Por otra parte, los mercaderes que operaban en ese mercado encontraron que no había necesidad de hacer entrega física de los bienes subyacentes a los acuerdos pactados, sino que bastaba con que la parte perdedora compensara a la otra mediante el pago de la diferencia entre el precio de contado -o *spot*- del *commodity* y el que había sido fijado (Weber, 2010).

La cancelación de contratos por diferencias pasaría a ser una característica habitual de los derivados. En ocasiones, a fin de limitar la actividad especulativa, se intentó – sin éxito – impedir esta modalidad de liquidación. En 1541 Amberes estableció la prohibición de los contratos por diferencias. Sin embargo, la utilización de éstos ya había sido instaurada también en Hamburgo, Ruan y Ámsterdam (Kummer & Pauletto, 2012).

Amberes constituyó el principal centro comercial de *commodities* y financiero del Viejo Mundo hasta el saqueo español en 1576. Tras este episodio, la negociación de *commodities* y algunos activos financieros pasó a cobrar vigor en Ámsterdam y tuvo una etapa dorada que duró unos 80 años (Weber, 2010). Posteriormente, Amberes se constituyó como eje de la revuelta holandesa de finales del siglo XVI y fue víctima de un prolongado asedio que finalizó con la recuperación de la ciudad en 1585. La actividad comercial y bursátil, para ese entonces, había colapsado.

Tras la creación de la *Dutch East India Company* y la *Dutch West India Company* en 1602 y 1621, respectivamente, los negocios de contratos de diferencias² y opciones sobre las acciones de estas grandes empresas demandantes de financiamiento de riesgo llevaron a Ámsterdam a ser la primera ciudad en la que los derivados sobre activos financieros se transaron legalmente durante un período extendido de tiempo (Weber, 2010)³. Esto permitió una sostenida distinción entre mercados de *commodities* y activos financieros, principalmente acciones.

Hacia 1650, Ámsterdam había superado ampliamente el desarrollo que hubieran logrado Amberes, Génova y Venecia (Gelderblom & Jonker, 2005, pág. 199), pero en la segunda mitad del siglo XVII, la metrópoli holandesa se vio golpeada por guerras y un brote de peste que diezmó su población. La mayor parte del comercio pasó a concentrarse en Inglaterra, donde fueron adoptadas las prácticas comerciales holandesas (como por ejemplo la utilización de contratos pre impresos estándar (Poitras, 2009, pág. 24)). El dominio inglés sobre el transporte marítimo llevó a que Londres pasara a ser el principal mercado de *commodities*.

Aun considerando la acelerada evolución que se dio en Amberes y Ámsterdam – en comparación con los moderados avances previos – la negociación de estos contratos no se extendió más allá de los operadores que habitualmente realizaban también transacciones en los mercados físicos. Esto puede explicarse, parcialmente, por la inestabilidad institucional de la época y, en mayor medida, por la

escasa accesibilidad a información de mercado (precios, sobre todo). Recién en la segunda mitad del siglo XVI se comenzaron a publicar los precios de los embarques de granos que arribaban a Ámsterdam provenientes del Báltico. En especial había cotizaciones diarias de arroz y centeno (Gelderblom & Jonker, 2005).

Pese al gran desarrollo que los contratos derivados habían alcanzado, el paso a los contratos modernos de futuros se vio demorado tanto en Holanda como en Inglaterra y Francia en los siglos XVII y XVIII. Además de los factores mencionados anteriormente, que ralentizaron la expansión entre el público inversor, se dieron situaciones vinculadas a aspectos normativos e institucionales que actuaron como un pesado lastre para la expansión en su utilización e innovación.

La burbuja de precios de los tulipanes, conocida como “*Tulipmania*”, que tuvo lugar en Holanda durante la década de 1630 llevó a que los contratos de opciones y ventas a plazo fueran vilipendiados, cancelados por una fracción de su valor o, lisa y llanamente, incumplidos (Garber, 1989). Las autoridades avanzaron hacia un marco normativo que limitaría en los años siguientes el desarrollo de los derivados. Esto no impidió que se siguieran negociando derivados sobre distintos activos, pero la carencia de métodos que permitieran ejecutar judicialmente las obligaciones que emergen de éstos hizo que las operaciones fueran circunscriptas a ámbitos de confianza.

Las crisis de la *South Sea Company* en Inglaterra, en 1719; y de la *Compagnie des Indes* en Francia, en 1720⁴, tuvieron impacto similar. Recién en 1885, los derivados fueron exigibles legalmente en Francia (Weber, 2010).

La negociación de contratos de opciones (tanto semejantes a las modernas, como otros contratos comparables) fue frenada en Inglaterra por la Ley Barnard (*Barnard Act*) sancionada en 1733. Si bien la actividad continuó en forma marginal, el impacto de esta normativa en el desarrollo de los instrumentos derivados es indudable (Poitras, 2009, pág. 26). Las operaciones de opciones continuaron en forma marginal entre los *brokers*, llevando incluso a delicados conflictos en el seno del *London Stock Exchange*.

De esta manera, pese al sostenido desarrollo observado en Europa, no se alcanzaron en ese continente las condiciones para que se diera inicio a la negociación de instrumentos derivados que cumplieran simultáneamente con todas las características de los futuros modernos. El primer contrato de este tipo (negociación con contraparte central, liquidación periódica de pérdidas y ganancias, contratos estandarizados, etc.) aparece en el Lejano Oriente. Se trata de un contrato sobre arroz que comenzó a negociarse en el *Dojima Rice Exchange* japonés hacia el año 1730 (Bolsa de Comercio de Rosario, 2009).

En el Japón del siglo XVIII, el arroz tenía un rol dual. Además de ser un producto básico en la dieta japonesa era aceptado como medio de pago de tributos por los señores feudales. De esta manera, el comportamiento de los precios adquiría una dinámica particular que lo hacía atractivo para ser utilizado como vehículo de

transacciones especulativas. La negociación de contratos de futuros que tuvo lugar en este mercado de Osaka permitió un accionar más fluido de aquellos participantes del mercado que operaban certificados sobre arroz sin intención de llevar a cabo la entrega o recepción del producto (Takatsuki, 2007).

Takatsuki (2007) señala que la liquidación final de los contratos – si bien admitían la cancelación mediante entrega – era predominantemente por medio de compensación neta de resultados. Otras regulaciones del mercado de Osaka eran similares a las vigentes en mercados modernos. Existían períodos predeterminados en los que se podían realizar operaciones, los operadores eran miembros del mercado a través de un esquema de membrecías, los contratos estaban estandarizados y la liquidación se realizaba a través de una casa compensadora que garantizaba el cumplimiento de las obligaciones contractuales. En la primera mitad del siglo XVIII Osaka contaba con 60 *clearing houses* (Kummer & Pauletto, 2012).

El resumen que ofrecen Kummer & Pauletto (2012, pág. 9) agregan que hacia mediados de los 1700's se negociaban en *Dojima Rice Exchange* 110.000 pacas de arroz, lo que superaba ampliamente las existencias – 30.000 pacas – en todo el país. Esto da cuenta de una elevada participación de actores especulativos.

4. Estados Unidos y el origen de los principales mercados de derivados de la actualidad

La negociación de futuros en Chicago, actual meca de la industria de los derivados, tiene origen cataláctico al igual que la mayoría de los desarrollos de productos financieros.

La ciudad de Chicago (originariamente *Fort Dearborn*) fue establecida en una ubicación seleccionada como un punto estratégico en el comercio de pieles. Hacia el año 1830 se dio comienzo a un ambicioso proyecto: la construcción de un canal que uniera los ríos Chicago e Illinois, conectando de este modo la navegación de los Grandes Lagos con la de la cuenca del río Mississippi. De este modo, Chicago se convirtió en un eje comercial de la producción norteamericana. Esto resultó el contexto ideal para que converjan oferentes y demandantes de distintos productos, especialmente *commodities* agrícolas como trigo y maíz.

Un grupo de comerciantes estableció, en 1848, el *Chicago Board of Trade* (CBOT), como un ámbito propicio para la celebración de negocios. Este esquema no resultaba particularmente innovador. La constitución de bolsas como modalidad para impulsar el comercio era utilizada en Norteamérica desde los 1700's.

A fin de morigerar el impacto que la estacionalidad de los precios tenía sobre la actividad de productores y consumidores de materias primas, hacia 1851 comenzaron a pactarse contratos de entrega a plazo con precio fijo (en rigor, contratos *forward*) en el seno del CBOT. El primero de este tipo estaba fechado el 13 de marzo y pactaba la entrega de 3.000 búshels de maíz en el mes de junio a un precio que

era un centavo de dólar por búshel menor al vigente en el mercado disponible ese día (Poitras, 2009). En 1852 comenzaron a celebrarse “*time contracts*” sobre trigo.

Rápidamente estos contratos ganaron popularidad y liquidez, de modo que empezaron a ser operados por actores económicos que no estaban involucrados en la producción o consumo del activo subyacente sino que fijaban como objetivo de la transacción poder revertirla posteriormente, realizando la operación venta o compra, según fuera el caso (Lambert, 2011). Los contratos pasaban de manos en reiteradas oportunidades desde su nacimiento hasta la fecha en que estaba pautada la entrega de la mercadería.

En el año 1859, el CBOT recibió autorización estatal para actuar como agente de medición, pesaje e inspección de granos (trigo y maíz). Esto permitió instalar estándares de medidas y calidad que facilitaron luego la estandarización de los contratos. Esto, como se ha mencionado en apartados anteriores, constituye un requisito fundamental para el desarrollo y negociación de futuros y opciones. Además, CBOT hizo uso de esta oportunidad para adoptar reglamentaciones tendientes a incrementar la eficiencia de las operaciones con mercadería física, fortaleciendo la posición de Chicago como una terminal granaria relevante (Poitras, 2009).

El 13 de octubre de 1865, el CBOT formalizó la negociación de contratos con entrega a plazo que se operaban en este mercado, estableciendo condiciones estandarizadas y requisitos de márgenes para garantizar el cumplimiento de las operaciones. De este modo nacen los futuros en los Estados Unidos (CME Group, 2008). Thomas Hieronymus señaló que la fecha de publicación del Reglamento General (*General Rules of the Board of Trade*) – 13 de octubre de 1865 – es lo más cercano a la fecha de nacimiento de la industria de los futuros (1971; citado en Lambert, 2011). Esta afirmación podría considerarse exagerada a la luz de los extensos antecedentes históricos desarrollados en la presente sección del trabajo.

Este proceso de institucionalización del mercado no es espontáneo sino que tuvo lugar como respuesta al creciente interés especulativo que concentraban los “*time contracts*” operados sobre *commodities* agrícolas y la necesidad de limitar maniobras y abusos por parte de los operadores (especialmente aquellos no vinculados con la negociación física de granos). Según Hieronymus, a la fecha de vencimiento de los contratos algunas contrapartes eran particularmente difíciles de localizar (s/f; citado en Poitras, 2009). Esto resulta una referencia inequívoca del riesgo bilateral asociado a la negociación de contratos *forward*.

En el año 1872 se crea en New York el Mercado de Manteca y Queso (*Butter and Cheese Exchange*) que luego se convertiría en el *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) (CME Group, 2008).

El segundo gran mercado de Chicago, el *Chicago Mercantile Exchange* (CME), surge en 1919 tomando como base los anteriores mercados de la Bolsa de Productos Agrícolas de Chicago (*Chicago Produce Exchange*, nacido en 1874, poco después de que la ciudad fuera devastada por el incendio del ‘71), convertido luego, en 1898,

en el Mercado de Manteca y Huevos de Chicago (*Chicago Butter and Egg Board*) (Hull, 2009). Este proceso estuvo marcado por una elevada conflictividad entre sus miembros (Lambert, 2011). El proceso de reconversión trajo también la creación de la cámara compensadora del CME en el mismo año de su creación (CME Group, 2008).

La coexistencia de los dos principales mercados de ese momento en el mismo ámbito geográfico no implicó una competencia entre éstos. Mientras que el CBOT estuvo enfocado en los principales *commodities* agrícolas, de gran escala de producción y posibilidad de almacenamiento durante períodos relativamente extensos, como trigo, maíz y – a partir de 1936 – soja, el CME y sus antecesores tuvieron su foco en productos como huevos, manteca, panceta sin procesar, entre otros.

Otro de los grandes mercados de derivados que nació en la primera mitad del siglo XX fue el *Commercial Exchange* (COMEX) de New York. Esta plaza surge de la unión del *New York Metal Exchange*, el *Rubber Exchange of New York*, el *National Raw Silk Exchange* y el *New York Hide Exchange* que tuvo lugar en 1933.

La segunda mitad del siglo XX estuvo caracterizada por un creciente dinamismo en la creación de nuevos contratos. Este proceso, que incluyó la diversificación hacia contratos no agrícolas por parte del CBOT y la consolidación del NYMEX como principal mercado de insumos energéticos tras la exitosa implantación del contrato sobre petróleo en 1983. A partir de 1970 cobran relevancia los contratos sobre activos financieros, incluyendo índices accionarios, bonos del tesoro y monedas (CME Group, 2008).

Desde la década de 1970 gana protagonismo la negociación de opciones. En abril de 1973 comienzan a negociarse opciones de compra en el *Chicago Board of Options Exchange* (CBOE). Con el crecimiento del volumen, en 1977 se incorporarían también opciones de venta (Poitras, 2009). Los contratos de opciones habían sido negociados en los Estados Unidos durante un extendido período de tiempo antes de la creación del CBOE, aunque siempre en el marco de mercados no institucionalizados y controlados – generalmente – por los propios *brokers* que jugaban un rol dual de intermediarios y contrapartes.

El impulso del CBOE confirma que 1973 marcó una línea divisoria para la industria de los derivados. Don Chance hace hincapié en esta afirmación al destacar no sólo la creación del mercado de opciones sino también la publicación de los trabajos de Black, Scholes y Merton (2008, pág. 10), lo cuales revisten una enorme importancia en el desarrollo de esta área de las finanzas.

El final del siglo pasado encuentra a los mercados en un proceso de adaptación a las nuevas tecnologías, que llevaría a que las operaciones pasen a un entorno electrónico, y una creciente integración que alcanzaría su punto máximo algunos años de entrada el nuevo milenio. En 1994 se dio la fusión entre COMEX y NYMEX. CME y CBOT unieron sus operaciones en un extenso proceso de fusión que culminó en 2007, para adquirir – en 2008 – a NYMEX. De este modo quedó conformado el

mayor operador de mercados de derivados del mundo, hoy bajo la denominación de CME Group.

Un constante proceso de expansión y modernización hacen que el mercado de Chicago siga siendo la principal referencia a nivel mundial para los precios internacionales de *commodities* agrícolas y otros productos transados internacionalmente.

5. Palabras finales

Los extensos antecedentes históricos dejan de manifiesto que constituye un error considerar a los derivados financieros como una innovación reciente en el desarrollo histórico de la economía y las finanzas.

Desde sus inicios en la Antigüedad, el surgimiento de los futuros fue moldeado por la evolución histórica de las relaciones económicas y comerciales en las distintas sociedades y geografías. El mapa financiero global que impera en la actualidad no resulta fortuito sino que puede relacionarse con las innovaciones que tuvieron lugar en el ámbito financiero en general y de los derivados en particular.

En lo que hace a la participación de distintos tipos de actores en los mercados – coberturistas y especuladores, en esencia – puede observarse que la actuación conjunta de éstos fue un motor del desarrollo y expansión en la utilización de los mismos.

Asimismo, el análisis del desarrollo de los derivados financieros desde una perspectiva histórica pone en relieve el enorme impacto que tienen las condiciones institucionales para que los procesos de innovación encuentren terreno fértil. Esto debe actuar como un llamado de atención para los hacedores de política en la materia.

Recibido: 22/10/13. Aceptado: 05/04/14.

NOTAS

- ¹ Es, de hecho, en la ciudad de Brujas donde nace el término “bolsa” para referir al espacio de encuentro de comerciantes. Se atribuye el origen de esta denominación para el ámbito transaccional al primario recinto establecido en un inmueble perteneciente a la familia van den Buerse, cuyo escudo de armas representaba tres bolsas de piel en referencia a la actividad comercial (los van den Buerse eran prósperos comerciantes de Flandes).
- ² Se trata de contratos similares a los futuros modernos que se liquidaban mediante la entrega de las diferencias que surgen de la evolución de los precios, en dinero, sin la entrega o recepción del activo subyacente.
- ³ Weber (2010) hace anteriormente referencia a la negociación de contratos con características propias de los derivados financieros en las ciudades-estado italianas. Estos contratos tenían como activo subyacente activos emitidos por las propias ciudades, pero su uso no alcanzó una gran popularidad.
- ⁴ Este evento también es tratado en la literatura como el “colapso de la Compañía del Mississippi” (Garber, 1990, pág. 37). La *Compagnie des Indes* se conformó por medio de una serie de adquisiciones corporativas e incluía la *Compagnie d'Occident*, que monopolizaba el comercio del tabaco y la Compañía de Senegal que controlaba el comercio con las colonias africanas (Garber, 1990).
- ⁵ En 1916 se sancionó una ley que alcanzaba los contratos de futuros sobre algodón (*Cotton Futures Act*), la cual puede considerarse un antecedente en la regulación de la industria (Kummer & Pauletto, 2012).