

Cartagena, Octubre de
2010

**Derivados financieros como estrategia de cobertura
para reducir la incertidumbre de la actividad
empresarial y minimizar los riesgos de la actual
coyuntura económica**



**Nini Johana Puello Chalarca
Injerman García Gutiérrez**

**Universidad Tecnológica de Bolívar
Especialización en Finanzas
Cartagena, Octubre de 2010**

Contenido

Resumen	3
Introducción	4
Palabras claves	7
1. Marco teórico – conceptual	
1.1. Conceptos básicos sobre derivados financieros	7
1.2. Forwards	8
1.3. Futuros	10
1.4. Swaps	12
1.5. Opciones	13
2. Desarrollo del tema	
2.1. ¿Realmente los derivados financieros minimizan el riesgo?	14
2.2. Posición de los exportadores frente al riesgo	19
2.3. ¿Quiénes utilizan los derivados financieros en Colombia?	21
2.4. ¿Cuáles son las razones para que los empresarios se muestren reacios frente al tema de las coberturas?	23
2.5. Como proteger las dos caras de la moneda: importadores y exportadores	24
Conclusiones	
Referencias Bibliográficas	

Derivados financieros como estrategia de cobertura para reducir la incertidumbre de la actividad empresarial y minimizar los riesgos en la actual coyuntura económica

Resumen

Con esta breve nota buscamos brindar a los gerentes financieros, gerentes generales, altos directivos y no financieros de las empresas colombianas, un abrebocas acerca de los derivados financieros, para que comprendan su importancia, su funcionamiento y los beneficios que se pueden obtener si son aplicados correctamente.

Si bien es cierto que pueden generar valor a una empresa, una falta de comprensión de las técnicas de gestión del riesgo puede llevar fácilmente a casos de desastre. Es por ello que consideramos, sobre todo para las empresas exportadoras e importadoras, que se debe estar muy bien informado sobre las herramientas y estrategias para la gestión del riesgo.

Abstract

This brief note seeks to provide financial managers, general managers, senior managers and non-financial companies in Colombia, a taste on financial derivatives, to understand its importance, its operations and the benefits to be gained if applied correctly.

While they can generate value to a company, a lack of understanding of risk management techniques can easily lead to disaster. That is why we consider, especially for export-import companies, which must be very knowledgeable about tools and strategies for risk management.

Introducción

Desde septiembre de 1999 el Banco de la República decidió eliminar el sistema de banda cambiaria por un sistema de libre flotación, lo que significa que el precio del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos de América dependería de las condiciones del mercado, es decir de la demanda y la oferta. Pese a la transparencia de las transacciones que produjo el nuevo sistema que rige en la actualidad, se adoptaron medidas que le permiten al banco central intervenir en el mercado con el fin de cumplir con los principales objetivos de la política cambiaria dentro de los cuales se destaca mitigar la fluctuación del tipo de cambio.

Siguiendo con este principio, el gobierno colombiano ha intervenido en el mercado de divisas con los distintos mecanismos que acepta la legislación, sin obtener la meta de reducir la volatilidad, puesto que la divisa es susceptible a factores externos que no puede controlar el país, por lo que la volatilidad del tipo de cambio ha sido inevitable, el comportamiento de la divisa no se ha podido predecir en los últimos 10 años y esto ha impactado negativamente en los resultados financieros del sector real de la economía, sobre todo el exportador que registran pérdidas elevadas en el rubro de diferencia en cambio del estado de resultados.

En el mismo sentido, la exposición al riesgo cambiario no sólo se manifiesta al momento de exportar sino también al momento de endeudarse; Colombia tiene en su gran mayoría deudas en dólares, sumando otro riesgo implícito como lo es la tasa de interés. Éstos créditos son negociados a la LIBOR, por lo que el país podría estar seriamente expuesto a las fluctuaciones no sólo del tipo de cambio sino de tipo de interés, originando en algunos casos que el servicio de la deuda aumente más rápidamente si no se toman las medidas del caso para afrontar el riesgo, empeorando el escenario de la actividad empresarial.

Frente a la situación anterior, la gestión gerencial se ha caracterizado por negociar sus productos a precios de hoy que podrían variar en el futuro, exponiendo de esta

forma sus ingresos y por ende el margen que presupuestaron; adicionalmente exponen todo el empeño que dedican las diferentes áreas de la compañía para ofrecer un producto de excelente calidad, a precios competitivos desde la perspectiva de hoy, pero que en el futuro puede representar menores ingresos que no alcanzan a cubrir los costos necesarios para asegurar la rentabilidad del negocio.

Así mismo las empresas exportadoras se ven afectadas por el riesgo de precios de activos, debido a que no se ha logrado diversificar la producción; las exportaciones colombianas siguen concentradas en un número reducido de productos primarios como el café y el petróleo, lo que conlleva a tener una fuerte exposición al riesgo por las fluctuaciones de precios de los citados productos.

La buena noticia es que, a pesar de que no podemos evitar éste tipo de riesgo, si se pueden controlar y administrar a través de la participación activa en el mercado de derivados. Los derivados juegan un papel importante, sobre todo en la actual coyuntura económica del país, de tal forma que permiten cubrir riesgos financieros, reduciendo la incertidumbre. Esta práctica se está implementando y desarrollando a nivel internacional y Colombia no es la excepción.

Es una realidad que el mercado de derivados en el país ha tenido un crecimiento importante, lo cual se ha visto reflejado en el volumen transado entre julio de 2003 y el mismo mes del 2008. Se ha incrementado hasta ocho veces en operaciones de tipo de cambio¹, principalmente porque estamos expuestos a la volatilidad del dólar y el flujo de inversión extranjera, sobre todo el conocido como capital golondrina.

En general el mercado de valores ha venido creciendo a pasos agigantados en la última década. Eso ha sido posible gracias al papel fundamental que ha jugado el país en materia de crecimiento económico, el fortalecimiento del sistema financiero y el control para tratar de mantener una inflación baja y estable.

¹ La cifra de volumen negociado incluye únicamente opciones y forwards sobre tasa de cambio que son reportados en el "Informe mensual sobre operaciones de derivados" del Banco de la República

Con el fin de consolidar los esfuerzos realizados para mejorar el marco regulatorio referido al mercado de valores, se emitió la Ley 964 de 2005 que ofrece mayor seguridad jurídica, transparencia y mejores práctica de gobierno corporativo. En particular, el Decreto 1796 de 2008 sentó las bases para implementar un sistema estandarizado de derivados en Colombia.

Gracias a ello, Colombia cuenta hoy con varias cámaras compensadoras de valores, que además de reducir el riesgo de la contraparte, agilizan y abaratan las transacciones y es precisamente allí donde el país demanda el desarrollo de los mercados de coberturas y derivados, teniendo como eje central la tasa de Interés y las divisas.

Por lo expuesto anteriormente la motivación de desarrollar el tema es por el desconocimiento que existe en el sector real sobre la utilización de herramientas que pueden minimizar estos riesgos, o por la aversión al riesgo, por lo tanto nos interesa plantear estrategias que contribuyan a cubrir las operaciones.

Palabras claves

ESPAÑOL	INGLÉS
Riesgo	Risk
Cobertura	Coverage
Arbitraje	Arbitration
Volatilidad	Volatility
Spot	Spot
Posición corta	Short position
Posición larga	Long position
Prima	Prime
Precio de ejercicio	Strike Price

1. Marco teórico – conceptual

1.1. Conceptos básicos sobre derivados financieros

Los derivados financieros son instrumentos con los cuales se realizan operaciones, cuyo valor depende o deriva de otros activos subyacentes. La denominación de activo subyacente se debe a que, si las operaciones a plazo se negocian en un mercado secundario, el instrumento (o activo) negociable son dichas operaciones y no el instrumento (o activo) al que se refieren.

“Los productos derivados son uno de los grandes éxitos de la economía financiera moderna. Si bien es cierto que es difícil listar exhaustivamente su contribución financiera, se pueden señalar algunos elementos de sus funciones,

como son: asegurar precios futuros en aquellos mercados con precios altamente variables; neutralizar los riesgos de variaciones en las tasas de interés, con costos menores a los que se obtendrían por medio de cambios en la cartera de activos y con procesos tradicionales de inmunización de portafolios”.²

1.2. Forwards

Este tipo de instrumento derivado es uno de los más antiguos y se le conoce comúnmente como “contrato a plazo”, con el cual se obliga a las partes a comprar/vender un determinado activo (subyacente) en una fecha futura específica y a un cierto precio.

Un ejemplo muy sencillo para explicarlo, resulta de una compañía que exporta sus productos a otros países, con lo cual estaría expuesta al tipo de cambio entre la moneda local y la moneda con la cual recibe el pago producto de la venta. En este caso, el vendedor tiene como objetivo reducir la incertidumbre sobre los precios que percibirá sobre sus bienes, asegurando la cantidad de dinero que recibirá por la venta del producto. Para cubrirse de ese riesgo cambiario, debería vender con un contrato de forward las divisas que espera recibir en el futuro.

Los contratos a plazo se parecen a los contratos de futuros en que son un acuerdo para comprar o vender un activo en cierta fecha futura a un precio determinado. Sin embargo, mientras los contratos de futuros se realizan en mercados organizados, los contratos a plazo se realizan en mercados over the counter (literalmente, sobre el mostrador. Extrabursátil)³. Normalmente resultan de acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y sus clientes corporativos.

² Futuros y Opciones Financieras: Una Introducción. Díaz Tinoco; Hernández Trillo. LIMUSA

³ Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. John C. Hull. Prentice Hall

Los participantes del contrato forward no tienen como objetivo especular sobre los precios del activo, sino asegurar una transacción de características específicas en cuanto a precios y cantidades.

Al término del plazo se pueden dar dos tipos de entrega:

- a) Intercambian el producto por el valor previamente acordado (Delivery)
- b) Intercambio a favor o en contra en efectivo del diferencial que existe entre el precio al cual se pactó la operación en un inicio y el precio final que presenta el producto en el mercado hoy (Non-Delivery).

Por lo general, los contratos forward son utilizados para eliminar las pérdidas cambiarias originadas por fluctuaciones agresivas en los tipos de cambios de las divisas. Existen además los FRA (Forward Rate Agreement), el cual es un contrato forward para acordar una tasa de interés fija por aplicar a un capital específico a través de un período de tiempo futuro determinado en el contrato.

Ventajas:

- Permite asegurar el precio al que se adquirirá un activo específico
- Facilita la realización de proyecciones financieras
- Flexibilidad para pactar los volúmenes del bien a transar y la fecha en que se desea obtener el producto

Desventajas:

- No son contratos transferibles ya que no existe un mercado secundario para este tipo de instrumentos.
- No pueden cancelarse anticipadamente al vencimiento del plazo del contrato.
- Si las expectativas no se cumplen, pueden tenerse pérdidas financieras por los costos de oportunidad incurridos.

1.3. Futuros

Teniendo en cuenta el concepto anterior, un contrato de futuro es una especie de contrato forward pero estandarizado y negociado en un mercado organizado, en el cual se incluyen detalles como cantidad, calidad, fecha de entrega, método de entrega, entre otros.

Este tipo de contrato se lleva a cabo a través de un intermediario. Por lo general, ni el comprador ni el vendedor se conocen y es una institución administradora de estos contratos la que hace las liquidaciones día a día contra variaciones en los valores de los bienes que estén siendo transados. Dicha institución ofrece garantías (margen) sobre la realización de la transacción y sobre los pagos derivados de la operación de compra/venta. Se les conoce comúnmente como Cámara de Compensación.

Tan pronto se realiza la negociación, la cámara actúa como compradora para el vendedor, y como vendedora para el comprador. Por este motivo, tanto el comprador como el vendedor original tienen obligaciones para con la Cámara y no entre ellos.

Como la Cámara garantiza a ambas partes el cumplimiento, está expuesta a que las partes no le cumplan a ella. Para protegerse y proteger a la bolsa, cada inversionista debe entregar garantías a la Cámara por medio del agente de bolsa para poder negociar futuros. En caso de que el inversionista incumpla, la cámara tomará las mencionadas garantías para cubrir las pérdidas.

Las garantías suelen ser muy pequeñas comparadas con los monto transado en un contrato y vienen determinadas por las variaciones diarias máximas observadas en el precio del activo. Sin embargo, como las pérdidas potenciales pueden llegar a ser mucho más elevadas que la garantía, la Cámara necesita otra

protección en caso de incumplimiento por parte del inversionista. Para protegerse, se ha adoptado un sistema conocido como “marking-to-market”, el cual consiste en ajustar diariamente las pérdidas y ganancias en efectivo con los resultados al final de cada día de negociación.

Los futuros pueden ser usados para:

- Cobertura: Los coberturistas utilizan los futuros para cubrirse del riesgo, es decir, minimizar el efecto de las variaciones en los precios.
- Especulación: El especulador utiliza los futuros para aprovecharse de los movimientos en los precios y sacar el máximo provecho de dichos movimientos.
- Arbitraje: Los arbitrajistas pueden tomar ventaja de las diferencias temporales en los precios, entre el mercado tradicional o de contado y el mercado a futuro para realizar operaciones simultáneas de compra y venta que le generen una ganancia segura, sin riesgos y sin tener que efectuar ningún desembolso.

Cuadro No. 1: Diferencias entre forwards y futuros

CARACTERÍSTICAS	FORWARDS	FUTUROS
Tipo de contrato	Contrato privado entre dos partes	Negociados sobre cambios
	No estandarizado	Contratos estandarizados
Tiempo	Usualmente no especifica una fecha de entrega	Categorías de posibles fechas de entrega
Ajuste	Inicio y fin de contrato	Ajustados al mercado diariamente
Forma de entrega	Entrega de activo físico o a la liquidación final en metálico	Se liquidan antes de entrega
Tamaño	Puede tener cualquier tamaño que deseen las dos partes del mismo	El tamaño está definido de antemano
Especificaciones sobre el subyacente	No especifica el subyacente	Se limitan las variaciones permisibles en la calidad del subyacente entregable contra posiciones en futuros
Garantía	No especifica ningún tipo de depósito de garantía	Siempre se cuenta con cámara de compensación que respalda el mercado y que necesita depósitos de garantía

Forma de compensación	No se compensan diariamente	Todas las posiciones en futuros abiertas en el mercado se valoran cada día
Tipo de mercados	No se negocian en mercados organizados	Siempre se negocian en mercados organizados
Liquidez	Usualmente no generan liquidez	Siempre generan liquidez
Válvula de escape	No es transferible	Si es transferible
Confiabilidad	Dudoso	Es muy confiable
Acceso a información	Son contratos secretos	Compra – Venta “a viva voz”
Facilidad de negociación	Se negocia todo	Sólo se negocia el precio

Fuente: Elaborado por Juan Pablo Zorilla Salgado y recopilado de los textos Fragoso (2002), Dubkovsky (2002), Díaz (1996), Bodie (1998) y, Rodríguez (1997).

Existen futuros sobre divisas (Currency futures), tasas de interés (Interest rate futures), letras del Tesoro, Eurodólares, índices bursátiles o accionarios (Stock index futures), entre otros.

1.4. Swaps

Son contratos de cobertura en los cuales las partes participantes toman la obligación de intercambiar ciertos flujos de efectivo acordados en fechas igualmente determinadas.

Los más conocidos son los que se realizan sobre las tasas de interés bancarias, donde los flujos antes mencionados estarán determinados por dos tasas de interés correspondientes a diferentes fuentes de financiamiento. Otro ejemplo de swaps, es el pactado sobre divisas, el cual implica intercambios de pagos de capital y de una tasa de interés fija sobre préstamos pactados en una divisa, por pagos de capital y de una tasa de interés fija sobre otro préstamo, aproximadamente el mismo valor, pero pactado en otra divisa.

Ventajas de los Swaps:

- Los ingresos y egresos quedan atados a la misma variable.
- Reduce la incertidumbre sobre variables que son controladas por la compañía
- Según sus proyecciones financieras y de mercado, puede obtener los flujos de caja de la manera más conveniente para la compañía.
- No genera impuesto de timbre

Desventaja:

- No existe la posibilidad de hacer prepagos o de realizar alguna modificación a las condiciones financieras iniciales.

1.5. Opciones

Es un contrato que otorga al tenedor del contrato o titular, el derecho y no la obligación, de comprar o vender un activo (subyacente) en una fecha dada a un precio determinado. Por este derecho debe desembolsarse el valor de una prima determinada por aspectos como la volatilidad del precio del activo subyacente, el plazo de la opción y las tasas de interés vigentes que representan los costos de oportunidad de los participantes. Es éste derecho el que genera el nombre del instrumento que da la opción de ejecutar una posición en el mercado dependiendo de los precios que se registren dadas la oferta y demanda sobre el bien en cuestión.

De acuerdo a lo anterior, tanto el comprador como el vendedor de la opción, pactan un precio a ser cancelado en una fecha específica, por lo que si la evolución del precio reporta una tendencia favorable al tenedor del contrato, éste podrá ejercer su posición corta de compra del bien. Sin embargo, en la situación contraria cuando la evolución del precio se torna desfavorable al tenedor del contrato, éste podrá dejar de ejercer su posición.

Por ende, en una opción el comprador adquiere el derecho de ejercer una posición ya sea de compra o de venta de un activo, mientras el vendedor del contrato adquiere una obligación frente al tenedor del contrato.

El tenedor de una opción, cualquiera que sea su naturaleza, ya sea de compra o de venta, tiene la posibilidad de actuar de tres diferentes maneras:

- Puede ejercer el derecho adquirido a través de la compra o venta de los títulos que la opción le permite.
- Esperar el vencimiento de la fecha del contrato, sin ejercer su derecho.
- Vender el contrato previamente a su vencimiento.

2. Desarrollo del tema

2.1. ¿Realmente los derivados financieros minimizan el riesgo?

Todas las empresas, independiente del sector de la economía al que pertenezcan, están afectadas por los riesgos y el tipo de riesgo dependerá de la actividad que desarrollan; unos se verán afectados más que otros. Lo realmente importante es tener el conocimiento para saber cómo manejarlos y cómo mitigarlos para no exponer la liquidez ni la rentabilidad de las organizaciones.

Es precisamente esta premisa, la que marca la diferencia entre las organizaciones exitosas y aquellas que asumen el papel de los traders o corredores del mercado en sus operaciones de comercio exterior, es decir, se someten al vaivén del mercado cambiario, monetario, accionario; convirtiéndose en empresas especuladoras y por ende mas riesgosas.

La gestión del riesgo, debe convertirse en la razón de ser de las organizaciones vanguardistas, porque se expone demasiado y las perdidas pueden ser incalculables, sin embargo poco es lo que se ha logrado en el sector real porque solo una porción del

mercado reconocen la importancia de controlar sus riesgos y minimizarlos para no exponer los márgenes y sacrificar el esfuerzo que realizan las demás áreas funcionales: producción, ventas, mercadeo, calidad, logística, por presentar un producto competitivo en cuanto a precio, calidad, tiempos de entrega; todo esto pierde valor cuando la falta de visión, conocimiento, resistencia al cambio o por el simple hecho de ignorar el riesgo son las bases de las decisiones gerenciales.

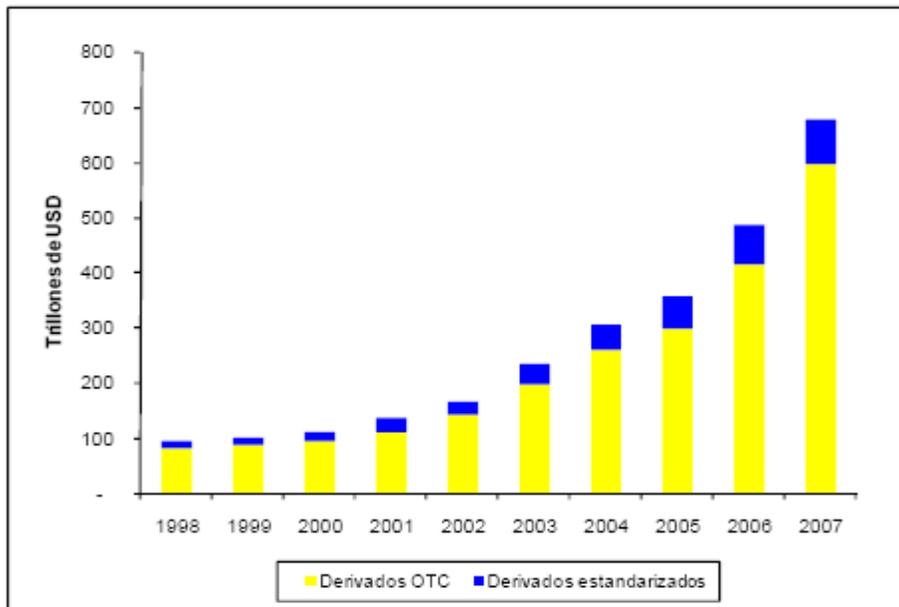
Una vez identificados los riesgos tales como: riesgo de precios (materias primas, insumos, productos), riesgo de tasa de interés (préstamos, activos financieros), riesgo de tasa de cambio (exportaciones e importaciones) riesgo de inflación, riesgo de mercado, entre otros, considerados el común denominador en el sector exportador, se procede a analizar qué tipo de derivado conviene contratar de acuerdo a las necesidades de la empresa y los beneficios que ofrece cada uno.

Para obtener éxito con los derivados financieros, en especial los mercados de futuros y opciones, se requiere como mínimo conocer el mercado y las estrategias aplicables a ellos, un buen sistema de inversión, una adecuada gestión del dinero y unas determinadas cualidades psicológicas, tales como la paciencia, disciplina, flexibilidad y una actitud mental positiva.⁴

Los derivados financieros son ofrecidos tanto en el mercado organizado como en el mercado Over the Counter (OTC), siendo estos últimos los que mayor evolución han tenido de acuerdo al siguiente grafico:

⁴ “Los Mercados de Futuros y Opciones: Estrategias para Ganar”, Soufi, Samer, pág. 13

Gráfico No. 1: Monto transado en derivados - Colombia



Fuente: Bank for International Sanettlements (BIS), Diciembre de 2007.

En el mercado global de derivados es fundamental el peso relativo que tienen los contratos OTC. Su valor nominal⁵ negociado se incrementó más de 6 veces entre 1998 y 2007, llegando a representar en promedio el 84% del total transado en derivados en dicho período. Los derivados OTC, por ser hechos a la medida y contar con facilidades para el manejo del riesgo de crédito como las cámaras de riesgo central, los hacen muy atractivos como vehículo de cobertura para el sector empresarial y del mercado de valores.⁶

Sin embargo, lo realmente importante y de acuerdo al interrogante planteado, la eficiencia de esta herramienta radica en la finalidad que persigan los directivos, se debe aclarar que los derivados son recomendables siempre y cuando la empresa quiera cubrir sus operaciones o lograr un margen a través del arbitraje es decir comprar barato y vender caro.

⁵ Valor inexistente que hace referencia al cash flow del subyacente del contrato. Da una idea de la actividad no del riesgo real asumido.

⁶ ASOBANCARIA, Documento Semana Económica No. 671 de 12/09/2008

Se entiende por cubrir las operaciones cuando el empresario contrae obligaciones las cuales espera cubrir con sus ingresos, por lo tanto el objetivo es compensar estos rubros, es decir contratar operaciones en la misma moneda para eliminar el diferencial cambiario y asegurar desde hoy un margen. Desde el punto de vista del exportador se puede cubrir en la medida que asuma una posición corta en derivados porque está largo en sus operaciones; por el lado del importador debe asumir una posición larga en derivados porque está corto en sus operaciones, en la medida que se cumpla este requisito podemos afirmar que están administrando el riesgo eficientemente.

Cuando el objetivo es lograr un margen con los derivados, (arbitraje) esto es posible en la medida que un mismo activo se negocia en diferentes mercados con distintos precios, por lo general el arbitrajista puede entrar en ambos mercados realizando la transacción cuando hay inconsistencias entre el valor del futuro y el precio spot del activo, sin embargo es importante tener en cuenta que con el tiempo estas diferencias se corrigen cuando el valor del activo se acerca al valor justo o teórico.

Lo que se debe evitar a toda costa es utilizarlos como especulación, es decir tomar posiciones cortas apostando a que el precio baje o tomando posiciones largas apostando a que el precio suba, esto es lo que resulta peligroso al momento de celebrar cualquier contrato de derivados, porque si en la práctica empresarial no existen ingresos y egresos producto de la operación del negocio que deban cubrirse están exponiendo el flujo de caja de la compañía lo cual podría traducirse en grandes pérdidas y destrucción de valor de las empresas.

De lo anterior se infiere que los derivados⁷ ofrecen beneficios en la medida que se utilicen para:

- Para cubrir el riesgo
- Aprovechar oportunidades de arbitraje
- Cambiar la naturaleza de un pasivo (cambiar un endeudamiento de dólares a peso o viceversa)

⁷ Fuente: área de Investigaciones Económicas de Bancolombia

- Cambiar la naturaleza de una inversión sin incurrir en los costos de vender un portafolio y comprar otro.

El tipo de derivado dependerá de los costos que representen para la empresa, así como las ventajas o desventajas que tenga uno con respecto a otro, a continuación se presenta un resumen comparativo de los principales contratos:

Cuadro No. 2: Diferencias entre Futuros, Opciones y Forward

	FUTUROS	OPCIONES	FORWARD
Términos del contrato, tamaño y fecha de vencimiento	Estandarizados	Estandarizados	Ajustados a las necesidades de las partes.
Mercado	Mercado organizado	Mercado organizado	No bursátil. OTC
Formación de precios	Responde a la cotización abierta (fuerzas de oferta y demanda).	Responde a la cotización abierta (fuerzas de oferta y demanda).	Responde a la negociación entre las partes.
Relación comprador/vendedor	Anónima	Anónima	Directa
Garantías	Obligatoriedad de constituir garantías por parte del comprador y del vendedor para cubrir riesgos. La constitución de garantías adicionales se llevara a cabo en función de los precios de mercado.	El derecho se obtiene mediante el pago de una prima	No existe. Hay riesgo de contraparte para el intermediario financiero y línea de crédito.
Cumplimiento de la operación	El cumplimiento de las operaciones se realiza como un NDF en la fecha de vencimiento de los contratos. Sin embargo existe la posibilidad de liquidar la operación en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento mediante la realización de la posición contraria.	Las opciones pueden: Ser ejercidas en cualquier momento hasta su vencimiento (opciones americanas) solamente en el vencimiento (opciones europeas) ó dejarla expirar sin ejercer.	Las partes están obligadas a cumplir la operación en la fecha determinada. Este cumplimiento puede implicar la entrega física del activo o la liquidación como una diferencia contra el índice de mercado.

Fuente: BVC (Bolsa de Valores de Colombia), Año 2010.

De lo anterior se deduce que los derivados bien administrados ofrecen a las empresas la oportunidad de transferir el riesgo, disminuyendo la incertidumbre de la actividad empresarial logrando una administración estratégica, no solo a nivel local, porque si bien es cierto que nuestro país ha experimentado un crecimiento importante en el mercado de derivados sobre todo en las operaciones de tipo cambiario debido al permanente flujo de inversión extranjera, a nivel internacional tienen gran acogida entre

las empresas no solo en operadores del sector financiero sino que las empresas del sector real registran un espectacular incremento en el uso de derivados.

Howton y Perfect (1998) reseñan que el 61% de las empresas del Fortune 500/S&P 5000 y el 36% de un grupo de empresas seleccionadas aleatoriamente emplean los derivados⁸.

2.2. Posición de los exportadores frente al riesgo

Es muy común escuchar en las noticias la inconformidad que tienen los exportadores con la tendencia revaluacionista del peso frente al dólar, porque esto representa un menor margen al recibir menos ingresos producto de sus exportaciones, culpando al gobierno por las medidas empleadas para controlar la volatilidad del dólar debido a que no son suficientes, sin embargo el gobierno responde con una actitud permisiva, ofreciendo incentivos como créditos de fomento, devolución de impuestos (TIDIS), o el reconocimiento al CERT y muy a pesar de esto, no han podido frenar la volatilidad del tipo de cambio. Frente a esta situación surge el cuestionamiento de dichas medidas porque si bien es cierto que los contribuyentes pagan el precio con sus impuestos por la falta de previsión de los empresarios frente al riesgo, ¿por qué no son partícipes de las ganancias que obtiene el sector cuando el mercado está a favor de ellos?, es decir en un ambiente devaluacionista en el que reciben mayores pesos producto de sus exportaciones.

Estas medidas desleales solo profundizan el problema, porque si bien es cierto que la revaluación beneficia a los importadores, por otro lado perjudica a los exportadores, y en caso de existir devaluación se intercambian los papeles, frente a estas posiciones de los diferentes sectores se infiere que la acción de cubrir o transferir el riesgo es responsabilidad de los empresarios cualquiera que sea el caso (importador o exportador), no se puede responsabilizar al gobierno, la solución está en la

⁸ Cobertura con derivados en empresas manufactureras colombianas: análisis previo a la apertura del mercado de derivados BVC por: Jaime H. Sierra y David A. Londoño

diversificación de las exportaciones, ser más competitivos en precios, tecnología y calidad.

Es importante destacar que a pesar de que los empresarios enfrentan todo tipo de riesgos que afectan los márgenes, en este estudio nos referimos al cambiario por ser el que mayor impacto tiene en la actual coyuntura económica del país, sobre todo por lo difícil que ha resultado estabilizar el precio de la divisa porque cuando el resto de variables están controladas tales como la tasa de interés e inflación, podríamos asegurar que no es necesario cubrirse ya que en nuestros días el gobierno ha mantenido estables estas variables lo cual ha permitido activar la economía sobre todo en este periodo de recuperación en que se encuentra el país.

Cualquiera que sean las razones que expongan los empresarios para no cubrir sus operaciones, sea con cobertura natural o con instrumentos financieros, no cabe duda que la respuesta frente al riesgo generalmente podrían resumirse así:

Evadir el riesgo: es una decisión consciente de evitar negocios o líneas de negocio que se consideren riesgosas. Es un principio lógico porque ningún empresario está dispuesto a perder si tiene la certeza de que éste va a ser el resultado, sin embargo este pensamiento resulta fuera de contexto cuando se trata del tipo de cambio porque este riesgo para los exportadores resulta inevitable por lo tanto la respuesta no es evadirlo sino controlarlo.

Prevención y control de pérdidas: son acciones para reducir la probabilidad o la gravedad de la pérdida, las cuales se pueden tomar antes, durante o después de la pérdida, lo cual resulta ilógico en la medida que una vez se produzca la pérdida, resulta imposible controlarla lo recomendable es anticiparse a los hechos para mitigar cualquier riesgo

Retención del riesgo: cuando no pueden evitar o controlar las pérdidas las empresas deben lidiar con las consecuencias. Cuando dichas pérdidas son manejables y

predecibles es posible decidir cubrirlas con fondos de la compañía, entonces se dice que la empresa asume o retiene las consecuencias financieras de la pérdida; frente a esta posición consideramos que resulta innecesario y sumamente riesgoso por cuanto se expone el flujo de caja de la compañía y por ende la liquidez lo cual expondría el capital de trabajo por la omisión o la irresponsabilidad de ignorar el riesgo.

Transferencia del riesgo: Cuando los riesgos potencialmente grandes no pueden evitarse o controlarse lo ideal sería transferirlo, es decir, pasar el riesgo a otros o vender un activo riesgoso a alguien más y comprar uno seguro, lo cual podría lograrse a través de coberturas, aseguramiento y diversificación, siendo esta última tendencia la más adecuada para reducir cualquier tipo de riesgo.⁹

2.3. ¿Quiénes utilizan los derivados financieros en Colombia?

Según el artículo: “Banrepublica advierte bajo uso empresarial de coberturas contra la revaluación” publicado en la nota económica del Espectador, el porcentaje de empresas que utilizan este tipo de instrumentos no sobrepasa el 21,5%, lo cual es una cifra muy baja porque equivale a una muestra de grandes, medianas, pequeña y microempresas; así mismo enfatiza que el porcentaje se incrementa con el tamaño de la firma, obteniendo que el 40% de las empresas grandes recurren a coberturas, mientras que en las pequeña solo el 11,7%.

Desde el punto de vista del sector económico, el industrial es el más destacado con un 71,8% de participación del total de firmas que utilizan coberturas, dentro de este sector se destacan las empresas que fabrican caucho y plástico y en el sector del comercio sobresalen las empresas de maquinaria e insumos agrícolas.

⁹ Negocios, séptima edición PEARSON EDUCACION, MEXICO 2005, pag 600

Estos resultados aunque no son los más competitivos en comparación con otras economías emergentes como la nuestra, demuestran que el mercado de derivados está desarrollándose, de hecho el 2008 fue el mejor año. Las empresas que están aprovechando el dinamismo y aunque suene contradictorio la volatilidad para obtener márgenes, y beneficios operativos y financieros.

La Bolsa de Valores de Colombia, las comisionistas de bolsa y demás entidades relacionadas han trabajado en el ajuste de la estructuración de los contratos de acuerdo con las necesidades de los mercados. Por lo pronto, los principales usuarios de los derivados están en el sector financiero. Sin embargo, un elemento clave es la formación, pues la ventaja de los derivados es que permite que se aísle el efecto que esta variación tiene en el portafolio, sean pérdidas o ganancias, pues ya se tienen fijadas desde un comienzo las condiciones del vencimiento, pero es un producto que no es fácil de entender para un inversionista normal.¹⁰

Definitivamente el efecto que genera una economía revaluacionista depende del tipo de empresa: aquellas que tengan activos en dólares verán afectados estos rubros y por consiguiente se obtendrá menores ingresos (CxC, inversiones, etc.), y si sus pasivos son en moneda local sus indicadores de coberturas serán deficientes; por otra parte aquellas empresas que su endeudamiento este representado en dólares se verán beneficiadas por cuanto el costo de la deuda se reducirá, por lo tanto el beneficio o el perjuicio dependerá de la estructura del balance general. Igualmente ocurre con el estado de resultados el cual se impacta a nivel de ingresos por las ventas al exterior, y si los costos y gastos administrativos y operacionales son en pesos, su capacidad de pago se vería limitada exponiendo la liquidez del negocio, provocando pérdidas incalculables que obligan a las organizaciones a realizar cambios estructurales. Estos cambios por lo general se producen desde el punto de vista de costos, los gerentes tratan de minimizar al máximo los costos de producción donde la mano de obra resulta

¹⁰ Publicación PORTAFOLIO, Sección Economía, 23 de octubre de 2009

el más preocupante por el impacto social que provoca, lo cual se puede evitar adoptando medidas de cobertura.

2.4. ¿Cuáles son las razones para que los empresarios se muestren reacios frente al tema de las coberturas?

Dentro de los argumentos más frecuentes expuestos por los empresarios, se encuentran los costos que representa mantener un programa de derivados financieros, indicando que son mayores al beneficio que podría generar la utilización de los mismos. Este argumento se lo atribuimos al hecho del desconocimiento que existe con respecto a los instrumentos financieros como los derivados, que ofrece por ejemplo el mercado OTC el cual no genera ningún costo.

Otro de los argumentos es la percepción que se tiene sobre la intervención del Banco de la República para controlar la volatilidad. Consideramos dicho argumento desatinado, porque si bien es cierto que existen mecanismos para que el banco intervenga, el precio de la divisa está sujeto a la oferta y demanda y esto no es solo a nivel nacional sino internacional, por lo tanto por muchos esfuerzos encaminados a controlar la volatilidad, no ha resultado eficaz debido a que con el paso de los años la tendencia revaluacionista ha permanecido.

Alvaro Affonso Mendonça, director de derivados de renta fija y de cambio de la Bolsa de Valores de São Paulo, BM&FBOVESPA, afirmó en entrevista con la revista Dinero: “El mercado de capitales colombiano tiene un potencial enorme; sin embargo, un problema que persiste en el mercado de Colombia es seguir siendo desconocido internacionalmente. Es evidente que se ha presentado una evolución muy interesante con la regulación en el país, lo que beneficia la estructura del mercado”.¹¹

¹¹ Revista DINERO, en entrevista a Alvaro Affonso Mendonça el 15/05/2009

En conclusión consideramos que la razón que más influye en la no utilización de derivados financiero, es el desconocimiento por parte de los altos directivos de las empresas sobre la herramienta, y la falta de información que argumenta la mayoría. Es la razón más acertada que encontramos frente a la negativa de utilizarlos; frente a esta realidad se recomienda no utilizarlos en la medida que los accionistas no tengan claridad sobre su funcionamiento, puesto que finalmente son ellos los que deciden cuanto están dispuestos a arriesgar. Así mismo se debe cambiar la mentalidad que existe al momento de liquidar los contratos de derivados, es decir se debe interpretar el resultado preguntándose cuanto dejó de ganar.

Finalmente destacamos la importancia de la cobertura, sea utilizando derivados, o la cobertura natural, la cual consiste en compensar cuentas del balance con el P & G razón por la cual resulta inadmisibles que la rentabilidad de la compañía este expuesta por el deterioro de la gestión empresarial.

2.5. Como proteger las dos caras de la moneda: importadores y exportadores

A pesar de que el documento hace énfasis en la importancia de cubrir a los exportadores frente a todo tipo de riesgo, en especial el de tipo de cambio, vale la pena resaltar que las importaciones están implícitas en este análisis, debido a que el exportador, sobre todo el industrial para el normal funcionamiento de su actividad debe importar materia prima, maquinaria e insumos necesarios para su operación y es precisamente esta operatividad la que podría cubrirse naturalmente, es decir, negociar sus ingresos y egresos en la misma divisa sobre todo hay que tener en cuenta que sea de la misma cuantía de tal forma que elimine la incertidumbre frente a la fluctuación que presenta una divisa frente a la otra como por ejemplo el peso frente al dólar. La

diferencia que exista entre los ingresos y egresos debe cubrirse con otros mecanismos que ofrece el mercado organizado o el OTC conocido como derivados financieros.

Desde el punto de vista del exportador, tiene una posición larga frente a los dólares a fecha de hoy o en el futuro porque se hace acreedor de las divisas, por lo tanto afectara sus ingresos en la medida que al momento del reintegro de las divisas la tasa de cambio este por debajo de lo presupuestado porque recibirá menos pesos a cambio de los dólares.

Para el caso del importador, tiene una posición corta frente a los dólares, porque los debe al exterior, tiene la obligación de pagar, esta obligación cambia en la medida que varia el peso frente al dólar, beneficiándose cuando el dólar baja y perjudicando su flujo cuando el dólar sube porque se encarece la cuenta por pagar.

Frente a esta realidad del importador y el exportador es necesario aplicar coberturas sean naturales o con los mecanismos de protección que ofrecen los agentes del mercado, para garantizar los flujos en pesos y el costo real de sus recursos como los derivados.

Se obtiene cobertura natural cuando los ingresos y egresos están en la misma moneda, y en los mismos plazos, de tal forma que no es necesario hacer conversiones de una moneda a la otra y así se cubren los flujos en pesos. Así mismo cuando compensa cuentas del activo con las del pasivo, es decir si tiene una obligación en dólares debe asegurarse que sea en el mismo monto y plazos en los que negocie las cuentas por cobrar.

Para que el empresario se dedique a producir y no preocuparse por la fluctuación del dólar o cualquier divisa, de tal manera que garantice un margen desde hoy debe tener en cuenta el siguiente principio.

El importador por tener una posición corta en dólares, en cuanto a derivados financieros debe asumir una posición larga, lo cual le ayudara a compensar y cerrar su posición lo cual elimina la exposición.

Para el caso del exportador al tener una posición larga en dólares debe asumir una posición corta para cerrar posición y eliminar la exposición.

Así mismo se debe entender cómo opera la cobertura, es decir, no se puede pensar en apostarle a ganar o perder, sino pensar en términos de cuanto deseo obtener, porque con las derivados desde hoy pacto una tasa o un precio y no importa cuál sea la tasa o el precio en la fecha futura, la liquidación del contrato será al precio spot que se conoce desde hoy por tanto la gerencia se podrá concentrarse en las estrategias comerciales y proyectos de inversión que ayuden a incrementar los ingresos.

De esta forma logrará controlar los costos de la operación, estabilizar los estados financieros, conocer desde hoy la rentabilidad, asegurando un producto rentable y competitivo.

La utilización de un contrato u otro dependerá de los costos que implique, las ventajas y desventajas de cada instrumento, y de las necesidades de cada empresa.

Conclusiones

El mercado de derivados en Colombia ha crecido considerablemente, alcanzando una tasa de crecimiento promedio de 66% hasta nuestros días, lo cual indica un crecimiento importante en los últimos años, sin embargo se observa mayor inclinación hacia las operaciones de subyacente cambiario, tal como se aprecia en la siguiente tabla¹²:

Cuadro No. 3: Montos y volumen negociado por tipo de contrato en Colombia

Año	Instrumento			Volumen Negociado	
	Forwards	Opciones	Total	Forwards	Opciones
2005	35,03 USD	0,06 USD	0,35 USD	99,80%	0,20%
2006	93,83 USD	0,86 USD	94,69 USD	99,10%	0,90%
2007	138,16 USD	2,58 USD	140,74 USD	98,20%	1,80%
2008	212,77 USD	3,45 USD	216,21 USD	98,40%	1,60%
2009	199,54 USD	4,21 USD	203,74 USD	97,90%	2,10%
2010	38,26 USD	2,24 USD	40,50 USD	94,50%	5,50%

Cifras en billones de dólares

Cifras con corte a Febrero 2010

Fuente: Giros y finanzas compañía de financiamiento, Febrero de 2010

De igual forma en el mercado de derivados de Colombia, se realizaron transacciones relacionadas con la tasa de cambio con un incremento importante en volumen negociado en julio de 2008 de 9 veces lo transado en el mismo mes para año 2003. El producto dominante siguen siendo los forwards con una participación del 98,5% del monto total negociado.

Cuadro No. 4: Derivados sobre tasa de cambio

Instrumento	Volumen Negociado*		Participación (%)		Tasa de Crec. 08/03
	Jul_03	Jul_08	Jul_03	Jul_08	
Forwards	2.333,0	21.512,4	97,9%	98,5%	822,1%
Opciones	49,8	319,3	2,1%	1,5%	541,1%
Total	2.382,8	21.831,7	100,0%	100,0%	816,2%

* Cifras en millones de dólares

Fuente: Asobancaria, Semana Económica No. 674 de Octubre 03 de 2008.

¹² Presentacion: Giros y finanzas compañía de financiamiento

Si bien es cierto que los resultados han sido sorprendentes es necesario profundizar y desarrollar más el mercado de derivados en Colombia, por ejemplo en materia de cobertura el país es inferior a los mercados mexicanos y chilenos (EL TIEMPO 12 de septiembre de 2009); pero también es cierto que los resultados obtenidos hasta el momento exhiben su enorme potencial de crecimiento dentro de un entorno financiero que sigue dando señales de alta volatilidad.

A pesar de los esfuerzos del gobierno por frenar la revaluación que tanto afecta al sector exportador, no es suficiente debido a que las operaciones internas del país no influyen como lo haría cualquier cambio a nivel internacional, por lo tanto es necesario que los empresarios cambien la actitud y la mentalidad con respecto al riesgo, y utilicen los mecanismos que ofrece el mercado en materia de cobertura.

Por su parte el mercado debe ser más transparente en cuanto al manejo de información, es precisamente una de las razones por las que el empresario colombiano justifica la aversión al riesgo frente al uso de derivados financieros, con el propósito de supervisar las posiciones que asumen las entidades financieras y prevenir situaciones como las que se vivió con la burbuja hipotecaria que se origino en estados unidos y se propago a nivel mundial, precisamente por el poco control sobre las posiciones riesgosas que asume el sistema financiero.

Para que las empresas pequeñas y medianas se sumen a aquellas que encuentran en los derivados financieros la alternativa para cubrir los riesgos, es necesario que existan garantías, plataformas de negociación electrónica adecuadas y un correcto uso de las cámaras de compensación de tal forma que generen confianza en el sector real. Estos productos bien administrados y supervisados permiten transferir entre los diferentes agentes, el riesgo latente de variables como el tipo de cambio y la tasa de interés.

Uno de los factores que ha venido impulsando las transacciones de los productos derivados estandarizados en el país, es la creación del programa de Creadores del Mercado de Derivados de la BVC. Dicha iniciativa comenzó a operar el pasado mes de mayo de 2010 en esta entidad con el fin de incentivar la negociación de futuros de TES en el mercado. Se han asociado a ella los principales miembros del mercado de derivados de la BVC, entre los que se encuentran bancos, sociedades comisionistas y corporaciones financieras.

En resumen, optar por transar con instrumentos derivados permite a los inversionistas que así lo deseen, cubrirse de variables tales como tipo de cambio, tasa de interés, y precio de activos. Permite a las organizaciones una mejor estimación de los resultados en sus operaciones, debido a que con estos instrumentos derivados puede conocer variables de mercado que antes no se conocían. Se pueden además minimizar costos operativos de una cobertura tradicional; brindan la oportunidad de generar mayores beneficios (ganancias) con una pequeña inversión.

Son muy valiosos los instrumentos del mercado de derivados para la gestión del riesgo financiero que pueden llegar a afectar a las empresas en la actualidad.

Referencias Bibliográficas

Libros

- ✓ C. Hull, John. “Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones” 4ta. Edición. Madrid: Prentice Hall, 2002
- ✓ Díaz Tinoco; Hernández Trillo. “Futuros y Opciones Financieras: Una Introducción” 3ra Edición. LIMUSA, Noriega Editores.
- ✓ Griffin, Ricky W. y Ebert, Ronald J. “Negocios”, séptima edición Pearson Educación, México 2005 Pág. 728
- ✓ Soufi, Samer. “Los Mercados de Futuros y Opciones: Estrategias para Ganar”. Madrid: Ediciones Pirámide S.A., 1994

Fuentes de internet

- ✓ Correval - Plataforma de e-trading en Colombia: www.correval.com
- ✓ Diario la República: www.larepublica.com.co
- ✓ Diario Portafolio: http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-6421373.html
- ✓ Revista Dinero: http://www.dinero.com/edicion-impresa/entrevista/colombia-interesante-pero-desconocida_59620.aspx
- ✓ Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co

Otras fuentes

- ✓ ASOBANCARIA, Documento Semana Económica No. 671 de 12/09/2008
- ✓ Presentación: Giros y Finanzas Compañía de Financiamiento, 2010
- ✓ Cobertura con derivados en empresas manufactureras colombianas: análisis previo a la apertura del mercado de derivados BVC por: Jaime H. Sierra y David A. Londoño